

# 금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제

2010. 9.

연구위원

송홍선



자본시장연구원  
Korea Capital Market Institute



《 著 者 註 》

지금까지 우리 증권산업정책에서 투자은행업무(investment banking)의 중요성은 수 없이 강조돼 왔습니다. 실물과 자본시장의 점진인 투자은행업의 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않지만, 한쪽으로 관심이 쏠리다 보니 소홀해진 부분이 생겼습니다. 바로 자산관리업무(wealth management)입니다. 자본시장에서 발행자(기업)와 투자자는 똑같이 중요하고, 선진 증권회사를 봐도 투자은행업무와 자산관리업무는 똑같이 중요한 수익원입니다.

초고속 고령화로 노후관리체제에 대한 걱정이 커지는 상황에서 최근 랩어카운트의 급성장을 보면 국내 자산관리의 가능성과 준비부족 양면을 모두 생각하게 됩니다.

본 보고서는 금융투자회사가 투자자에게 만족스런 자산관리서비스를 제공하기 위해 무엇을, 어떻게 해야 하는가에 대해 검토하고 있습니다. 랩어카운트는 펀드를 보완하는 자산관리의 큰 트렌드인 바, 랩어카운트의 소매화, 종합서비스화, 개방형 플랫폼 흐름을 적극 수용할 수 있도록 규제플랫폼을 합리적으로 마련하는 것이 중요하다고 생각합니다. 나아가 종합자산관리시장을 선도하기 위해서는 유동성관리 수단인 CMA와 자산관리간의 적극적인 연계고리를 강화해야 하며, 부동산 중심의 자산구조나 베이비부머의 상속 수요를 감안할 때 종합자산관리수단인 신탁서비스를 적극 활용하는 방안을 찾아야 할 것입니다.

아무쪼록 본 보고서가 국내 자산관리산업과 금융투자회사 소매증권업의 발전에 조금이나 도움이 되기를 바랍니다. 아울러 보고서 편집을 위해 애쓰신 공경신 연구원, 신지원 연구조원께 감사드립니다.

송 홍 선 dna0214@kcmi.re.kr 3771-0632



## 목 차

<b>Executive Summary</b> .....	<b>vi</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>x</b>
<b>I. 서론</b> .....	<b>3</b>
<b>II. 자산관리형 소매증권업의 발전</b> .....	<b>9</b>
1. 증권회사: IB 혹은 WM ? .....	9
2. 소매자산관리: 개념 및 현황 .....	12
3. 소매자산관리: 주요 트렌드 .....	15
4. 소매자산관리의 성장 동인 .....	19
5. 증권회사 자산관리서비스의 현황과 발전 방향 .....	25
<b>III. CMA의 플랫폼 역할 제고</b> .....	<b>31</b>
1. CMA 현황 및 기능 .....	31
2. CMA 시장 잠재수요 추정 .....	33
3. CMA의 보유동기 .....	35
4. CMA 발전 방안 .....	38

IV. 소매자산관리서비스의 발전 과제 .....	49
1. 국내 랩어카운트 현황 및 문제점 .....	49
2. 미국의 랩어카운트 서비스 .....	57
3. 국내 랩어카운트 서비스 발전 방향 .....	61
4. 랩어카운트 한계: 신탁서비스 필요성 .....	63
5. 랩어카운트의 발전에 따른 산업 생태계 변화 가능성 .....	66
V. 결론 .....	73
참고문헌 .....	79

## 표 목 차

<표 II-1> 전 세계 고액자산가(HNWI) 규모 .....	14
<표 II-2> 글로벌 PB시장 규모 .....	14
<표 II-3> 주요국의 사회보장 수준 비교 .....	20
<표 II-4> 우리나라 적극적 자산취득계층의 비중 추이 .....	23
<표 II-5> 국내 자산관리시장 현황 .....	26
<표 III-1> CMA 성장 추이 .....	32
<표 III-2> 개인고객 단기자금시장 규모 .....	33
<표 III-3> CMA 보유동기 분석: OLS 모형(1) .....	39
<표 III-4> CMA 보유동기 분석: OLS 모형(2) .....	40
<표 III-5> 국내외 CMA 서비스 비교 .....	41
<표 III-6> 판매채널별 적립식펀드 추이 .....	43
<표 III-7> 일인당 퇴직연금 추가납입액 .....	44
<표 III-8> IRA 활성화를 위한 근로자퇴직연금보장법 개정안 .....	45
<표 III-9> 증권회사 자문형 자산관리프로그램 .....	46
<표 IV-1> 국내 랩어카운트 현황 .....	50
<표 IV-2> 미국 랩어카운트의 최소가입금액 및 보수체계 .....	59

## 그 립 목 차

<그림 II-1> 미국 증권산업 수익구조 .....	10
<그림 II-2> 국내 증권산업 수익구조 .....	11
<그림 II-3> 소매자산관리와 생애위험관리 .....	13
<그림 II-4> 종합자산관리서비스: One-Stop 서비스 .....	16
<그림 II-5> 종합자산관리서비스: 복합화 & 개방형 플랫폼 .....	18
<그림 II-6> 종합자산관리서비스: 소매자산관리시장 .....	19
<그림 II-7> 우리나라의 노후 소득대체율 추정 .....	21
<그림 II-8> 재무사이클(financial life cycle)과 위험선호 .....	22
<그림 II-9> 증권회사 소매자산관리 발전 방안 .....	28
<그림 III-1> CMA의 기능 .....	34
<그림 III-2> 개인 금융자산과 허브계좌 .....	36
<그림 III-3> 금융권 수신 및 결제계좌 구성 .....	37
<그림 III-4> CMA와 자산관리의 연계 방안 .....	42
<그림 III-5> 업종별 종류별 퇴직연금시장 현황 .....	44
<그림 IV-1> 미국 SMA 현황 .....	58
<그림 IV-2> 미국 랩어카운트 서비스 구조 .....	60
<그림 IV-3> 일임자산 및 운용자산의 범위 .....	64
<그림 IV-4> 주식형펀드와 랩어카운트의 수탁고 변화 .....	66
<그림 IV-5> 미국 펀드시장 구조 변화 .....	67
<그림 IV-6> 개방형 랩어카운트 서비스 구조 .....	69



## 약 어 표

AUM	Asset Under Management
CMA	Cash Management Account
GIPS	Global Investment Performance Standard
IB	Investment Banking
IFSL	International Financial Services London
IRA	Individual Retirement Account
IPS	Investment Policy Statement
MA	Managed Account
MDA	Multi - Discipline Account
MMW	Money Market Wrap
RIA	Registered Investment Adviser
SMA	Separately Managed Account
UMA	Unified Managed Account
WM	Wealth Management

## 《 Executive Summary 》

- 최근 랩어카운트의 급성장과 함께, 개인 대상 소매자산관리 서비스가 자본시장의 새로운 흐름으로 부상
  - 고객 입장에서는 기존의 표준화된 펀드상품에 더하여 맞춤형 랩어카운트가 새로 등장함에 따라 선택 폭이 확대
  - 산업 측면에서는 펀드-자산운용회사 중심의 간접투자시장에 랩어카운트-증권회사-자문사가 새로 등장함에 따라 경쟁 구조가 변화하고 새로운 가치사슬(value chain)이 형성
  
- 그럼에도 랩어카운트시장은 아직까지 서비스 수준이 높지 않고, 규제 플랫폼도 제대로 정비되어 있는 실정
  - 랩어카운트는 금융위기로 손실을 본 투자자들이 고수익을 쫓는 새로운 머니게임수단 정도로 인식하고 있고, 금융투자회사들도 랩어카운트를 포함한 소매자산관리에 대한 이해도 높지 않은 상태
  - 감독당국은 자산관리산업에 대한 깊은 선이해를 바탕으로 규제의 플랫폼을 정비해야 할 과제를 안고 있음
  
- 이에 본 보고서는 기관투자자 대상 자산관리서비스와 대비되는 소매자산관리서비스의 개념과 발전 추세 등을 소개하고, 금융투자회사들의 소매자산관리(자산관리형 소매증권업)가 종합자산관리서비스로 발전하기 위해 어떤 전략과 제도 개선이 필요한가에 대해 검토함

□ 개인대상 소매자산관리는 투자관리 중심의 기관투자자 대상 자산관리와 두 가지 측면에서 차이가 있음

- 소매자산관리는 투자관리 외에 결제지원이나 일시적 유동성 보유 등에 대응할 수 있는 유동성관리, 나아가 생애관리를 포함해야 함
- 소매자산관리는 투자위험 외에 인적자본의 위험, 즉, 너무 오래 살 가능성(장수위험)과 인적자본이 너무 일찍 훼손될 가능성(사망위험)을 포괄해야 함

□ 현재 금융투자회사는 CMA, 랩어카운트, 신탁 등 다양한 자산관리 vehicle들을 활용할 수 있으나, 종합자산관리서비스 관점에서 볼 때 문제점은 이들 상품들이 서비스 수준이 높지 않고, 또 이들간의 서비스연계가 약하다는 것임

- CMA는 결제기능이 완성된 후에도, 수익률 경쟁에만 머물러 있어 자산관리수단으로서 장점들이 활용되지 못하고 있으며
- 랩어카운트는 폭발적인 성장성에도 불구하고, 투자대상과 운용전략이 단순하고, 위험관리기법이 시스템화 되어 있지 못함
- 신탁서비스는 종합자산관리에 가장 적합한 수단임에도 불구하고, 개인대상 자산관리수단으로 활용되지 못하고 있음

- 본 보고서는 다음과 같은 발전전략과 제도개선을 제언함
  
- CMA는 결제기능과 자문기능을 활성화하여 종합자산관리에 필요한 유동성관리와 장기 자산관리 간의 연계를 강화해야 함
  - CMA가 과거와 같은 수익률 메리트에 기반하여 성장하는 모멘텀은 저금리와 은행권의 CMA 경쟁상품 개발 등으로 더 이상 유효하지 않음
  - CMA는 자본시장의 결제플랫폼으로, “안전자산의 결제플랫폼 = 결제성예금”, “위험자산 결제플랫폼 = CMA”라는 등식이 자산관리서비스와 접목되어야 함
  - 아울러, 자문기능을 도입하여 CMA가 장기 자산관리를 위한 게이트웨이(gateway) 역할을 할 수 있도록 해야 함
  
- 랩어카운트는 서비스의 복합화, 개방형 플랫폼 흐름을 적극 수용해야 하며, 규제당국은 자산관리 산업에 대한 이해를 바탕으로 규제플랫폼의 합리성을 추구해야 함
  - 현재 머니게임 양상의 랩어카운트 시장의 위험관리를 위해서도 복합화 등을 통한 서비스 혁신이 필요할 것으로 보이며, 개방형 플랫폼을 통해 “증권사 = 판매채널”, “자문 및 운용회사 = 자산운용”이라는 산업내 분업구조를 실현함으로써 투자관리서비스가 한단계 발전할 수 있어야 함

□ 감독당국은 소매자산관리의 핵심이 맞춤형, 개별성이므로, 펀드와의 구분을 통한 투자자보호를 위해 맞춤형에 대한 사전적, 계속적, 사후적 요건에 대해 명확히 할 필요

— 사전적으로는 재정자문가와외의 투자정책설명서(Investment Policy Statement: IPS) 작성의 적절성이 유지될 수 있도록 그 동안 노정된 문제점을 바탕으로 표준적인 IPS 작성 규범 등을 조속히 강화할 필요

— 계속적 요건으로는 IPS에 기반하여 자산이 실제로 운용되고 있는지, 그리고 시장환경에 탄력적으로 대응하여 고객과 증권회사가 자산배분과 포트폴리오를 조정할 수 있는 커뮤니케이션 통로가 실제 작동하고 있는지 모니터링 할 필요가 있으며, 이 과정에서 증권회사의 자산운용역에 대한 듀딜리전스가 중요함

— 사후적으로는 운용성과 등이 개관적인 지표에 근거하여 고객에게 보고될 수 있도록 해야 함

□ 아울러, 랩어카운트는 일임대상이나 투자운용대상에 제한이 존재하는 만큼, 향후 종합자산관리를 위해서는 신탁대상이나 운용대상에 제한이 없는 개인신탁서비스의 발전이 필수적임

— 다만, 현행 자본시장법 상의 신탁업 규정에는 신탁자산 운용대상에 보험계약이 포함되어 있지 않아 증권회사가 종합자산관리 과정에서 필요한 사망위험에 대한 관리를 할 수 없는 실정임

• 생명보험신탁 등이 신탁서비스를 통해 가능할 수 있도록 관련 법을 개정할 필요

« **Abstract** »

**Advancing wealth management service in Korean securities firm**

This paper aims at envisioning the future of retail client-based wealth management service of Korean securities firms and helps them set the strategic tasks in their plan.

By definition, wealth management should incorporate the three types of risks-investment risk, mortality risk, longevity risk during financial life cycle. And it should integrate the liquidity management with investment management as well.

CMA program, albeit a skyrocketed growth, have not so well utilized its peculiar function of settlement that CMA could not be organically unified with wealth management service. Settlement function needs to be emphasized. In addition, CMA program need to add an advisory service to be a connecting gateway to wealth management.

Wrap account program, a globally popular investment vehicle, that is experiencing a explosive growth of one hundred percent this year, needs more stringent investor protection scheme. Above all, financial adviser should become more qualified so that the IPS should be documented more thoroughly and more customized.

And the money manager need have more various model portfolios to construct client's style-based portfolio based on the IPS. In addition, Clients should always communicate with financial adviser when he wants to know his portfolio construction, its net asset value and also want to take advices on whether to change his asset allocation.

Trust account is said to be the most powerful investment vehicle for private wealth management. It has no limitations to be trusted whatever the trusted assets are. This is a big contrast with wrap account program that the cash can be only trusted. And It has no limits as to the scope of investable assets. This is also great advantage over wrap account. By the way, There are only one exception that trust account can not invest. That is the insurance contract. This prohibition is a fatal pitfall for trust account to become a comprehensive wealth management vehicle. Because trust account cannot manage the mortality risk. We need to revise a related act that financial firms can treat the insurance contract through trust account.





## 1. 서론

---



## I. 서론

- 최근 증권회사 랩어카운트가 빠르게 성장하면서, 개인 대상 소매자산 관리가 자본시장의 새로운 주요 흐름으로 부상하고 있음
  - 고객 입장에서는 기존의 표준화된 펀드상품에 더하여 맞춤형 간접투자수단인 랩어카운트가 새로 등장함에 따라 선택 폭이 확대
  - 산업 측면에서는 펀드-자산운용회사 중심의 간접투자시장에 랩어카운트-증권회사-자문사가 새로 등장함에 따라 금융투자산업 내의 경쟁과 긴장, 협력이 조성되고 또한 새로운 가치사슬(value chain)이 형성되고 있음
  
- 그럼에도 랩어카운트시장이 발전의 초기단계이다 보니, 서비스의 수준이 높지 않고, 규제 플랫폼도 제대로 정비되어 있지 않음
  - 랩어카운트는 금융위기로 펀드에 염증을 느낀 투자자들이 고수익을 쫓는 머니게임수단으로 인식되고 있고, 금융투자회사들도 랩어카운트를 포함한 소매자산관리부문에 대한 이해가 높지 않은 상태임
  - 감독당국은 자산관리산업에 대한 깊은 선이해를 바탕으로 규제의 플랫폼을 정비해야 할 과제를 안고 있음
  
- 이에 본 보고서는 기관투자자 대상 자산관리서비스와 대비되는 소매 자산관리서비스의 개념과 발전 추세 등을 소개하고, 금융투자회사들의 소매자산관리(자산관리형 소매증권업)가 종합자산관리서비스로 발전하기 위해 어떤 전략과 제도 개선이 필요한가에 대해 검토함

#### 4 금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제

- 자산관리형 소매증권업은 투자관리에 집중하는 기관투자자 대상 자산 관리와 달리 개인의 생애 전체 소득과 소비를 안정적으로 관리하는 서비스이기 때문에 다음 두 가지 측면을 모두 포괄해야 함
  - 위험측면에서 소매자산관리는 투자위험 외에 인적자산에 대한 위험(사망위험, 장수위험)을 종합적으로 관리할 수 있어야 함
  - 서비스범위 면에서는 소비행위와 금융행위간의 전환 편의성을 위해 소매자산관리는 투자관리는 물론이고 유동성관리, 나아가 생애관리를 통합해야 함
  
- 이 같은 자산관리형 소매증권업의 발전을 위해 본 보고서는 현재 증권회사가 보유한 다양한 자산관리 수단(이하 vehicle)의 현황과 문제점을 검토하고 발전방향을 제시함
  - CMA가 자산관리에 중요한 유동성관리기능을 보유하고 있음에도 불구하고 자산관리와의 연계지점이 취약하다는 점을 지적하고, 결제기능과 자문기능이 필요함을 지적할 것임
  - 랩어카운트 역시 빠른 성장에도 불구하고, 투자자보호를 위한 규제플랫폼의 정비가 필요하며, 금융투자회사들도 선진국의 랩어카운트 발전 흐름을 적극적으로 수용함으로써 자산관리수단으로서 랩어카운트의 위상을 강화해야 할 것임을 지적
  - 아울러, 현재 소매자산관리 수단으로 활용되지 않고 있는 개인신탁서비스가 종합자산관리서비스를 구현하는데 매우 적합한 수단이라는 것을 지적하고, 그 발전 과제를 모색하기로 함
  
- 아울러, 소매자산관리업이 투자은행업과 함께 자본시장의 발전, 금융투자산업 발전의 양대 축임을 지적하고, 소매자산관리업이 발전하기

위해 증권회사, 자산운용회사, 투자자문 및 일임회사들이 시장에서 어떤 역할을 해야하는가에 대해서도 언급하고자 함



## II. 자산관리형 소매증권업의 발전

---

1. 증권회사: IB 혹은 WM?
2. 소매자산관리: 개념 및 현황
3. 소매자산관리: 주요 트렌드
4. 소매자산관리의 성장 동인
5. 증권회사 자산관리서비스의 현황과 발전 방향



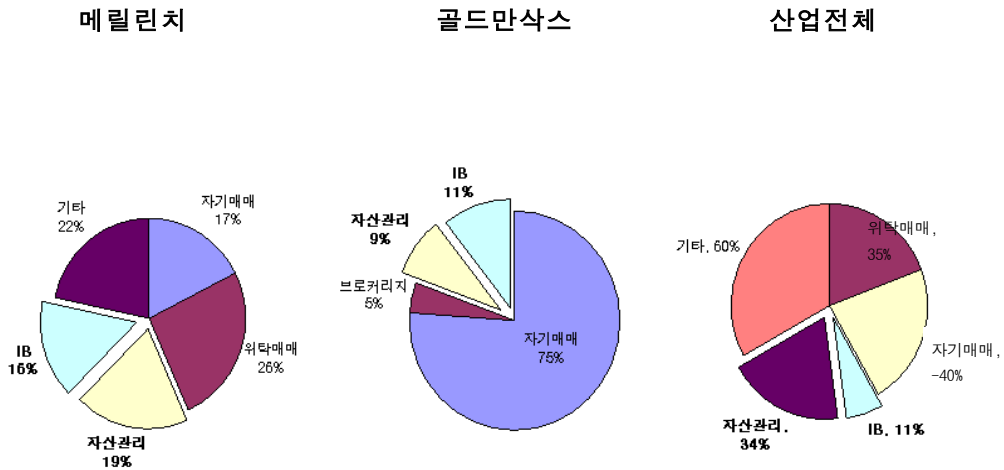


## II. 자산관리형 소매증권업의 발전

### 1. 증권회사: IB 혹은 WM?

- 자본시장 중개자로서 증권회사는 기업고객(issuer)에 대해서는 인수, 자문 등 투자은행(Investment Banking: IB)서비스를, 개인고객(investor)에 대해서는 자산관리(Wealth Management: WM) 서비스를 제공하며 중개수수료를 수익모델로 하는 금융회사임
  - 때문에 증권회사의 규모에 상관없이, 증권회사들은 투자은행업무와 자산관리업무간의 균형적인 수익포트폴리오를 추구
    - WM에 경쟁력이 있는 메릴린치의 경우도 수익측면에서 투자은행 비중과 자산관리 비중이 유사하며, 투자은행서비스에 경쟁력이 있는 골드만삭스도 IB와 WM 간 수익 비중이 균형을 이룸
    - 다만, IB 서비스는 장기적, 관계적, 비익명적 거래관계와 업무의 전문성 등으로 모든 증권회사들이 수행하는데 한계가 있기 때문에 미국 증권산업 전체의 수익구조로 보면, 자산관리 부문의 비중이 높게 나타남

<그림 II-1> 미국 증권산업 수익구조



주 : 2008년도 수익(revenue) 기준  
 자료: 각 사 2009년 연차보고서, 자본시장연구원

□ 더욱이, 예금수취기관의 과도한 위험추구를 억제하는 최근의 글로벌 금융개혁으로 증권회사들의 자기매매(proprietary trading) 의존도가 약화되는 대신 IB(sell-side)의 발행증권을 수요하는 거래상대방으로서의 WM(buy-side)의 중요성은 커질 것으로 기대

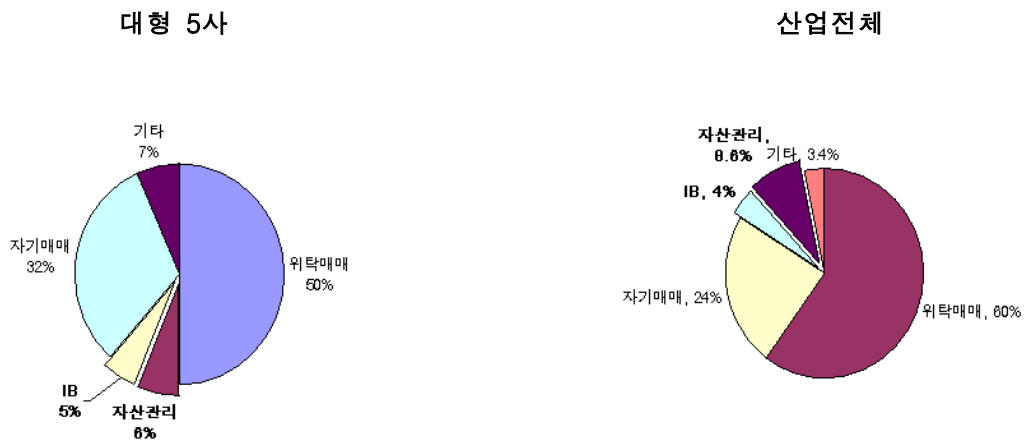
— 자기매매가 IB의 거래상대방으로 발행증권을 주로 수요하였으나, 미국의 볼커룰(Volcker rule) 도입으로 헤지펀드, PEF, 실물 관련 파생상품이나 신용파생상품 등이 투자은행조직에서 상당 정도 분할(spun-off)될 것으로 예상

□ 이렇게 볼 때 국내 증권회사들은 최근의 랩어카운트시장의 성장을

자산관리형 소매증권업이 한 단계 도약하는 계기로 삼아, 지금까지의 단순 브로커리지 모델에서 IB와 WM이 균형성장하는 수익 패러다임으로 전환할 필요

- 국내 증권회사 전체 수익구성은 2008년 현재 위탁매매가 60%, 자산관리 8.6%, 투자은행서비스 4% 등이며, 대형 5개 증권회사도 산업 전체 수익구성과 크게 다르지 않음
- 자산관리형 소매증권업은 금융선진국에 나타난 일반적인 발전 경로와 일맥상통
  - 메릴린치 소매자산관리 발전의 주요 계기: 단순브로커리지 → 80년대 CMA 도입 → 90년대 IRA(individual retirement account), DC형 확산 → 2000년대 Gramm-Leach-Bliley Act (이하 GLB법)에 따른 종합금융서비스

<그림 II-2> 국내 증권산업 수익구조



주 : 2010년 기준, 수익기준

자료: 금융투자협회

## 2. 소매자산관리: 개념 및 현황

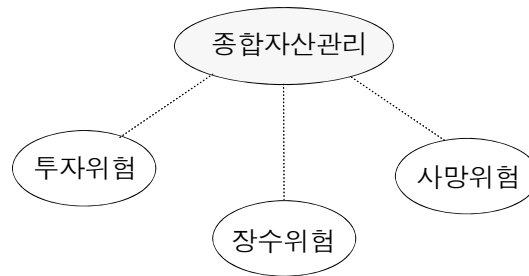
### 가. 소매자산관리 개념

- 자산관리는 개인고객 대상 자산관리서비스와 기관투자자 대상 자산관리서비스로 구분되며, 둘은 서비스 목적이나 대상, 내용면에서 상당한 차이가 존재함
  - 기관투자자 대상 자산관리서비스는 기관투자자들이 보유한 투자자산을 관리하는 서비스로서 투자위험(시장위험, 신용위험 등)을 관리하는 투자운용(investment management) 서비스를 지칭함
  - 반면 개인대상 자산관리서비스는 전 생애 동안의 삶의 투자자산뿐만 아니라 노동을 통해 소득을 생성하는 인적자산에 대한 관리를 포함하는 포괄적이고 복합적인 서비스임
  
- 개인의 자산관리 목적은 생애 동안의 삶의 질 향상과 향상된 삶의 질을 평생 동안 동일하게 유지하는 것, 다시 말해, 생애 동안의 소득-소비 흐름을 안정화 하는 것임
  - 이를 위해서 개인은 투자위험뿐만 아니라 생애 동안 직면하는 다른 두 가지 위험까지 함께 관리하여야 함
    - 우선적으로 개인은 인적자본이 직면하는 위험 중 너무 오래 살아서 소득-소비 흐름이 불안정해지는 위험(장수위험, longevity risk)을 관리해야 함
    - 또한 개인은 반대로 질병, 사고 등으로 기대수명만큼 살지 못하여 인적자본의 가치가 훼손되는 위험(사망위험, mortality

risk)을 관리해야 함

- 따라서 개인을 대상으로 한 소매자산관리는 개인이 생애 동안 직면하는 세 가지 위험, 즉, 투자위험, 장수위험, 사망위험의 적절한 관리를 통해 생애 동안의 소득-소비를 안정화하는 서비스라고 정의할 수 있음
  - 현재 소매자산관리는 고객과 스폰서간에 투자계약(투자위험), 연금계약(장수위험), 보험계약(사망위험)을 하나의 묶음(bundle)으로 엮어 한꺼번에 제공하는 종합자산관리서비스로 발전하고 있음

<그림 II-3> 소매자산관리와 생애위험관리



- 아울러, 자산관리는 개개인의 투자 성향을 고려한 맞춤형과 자산운용에 관한 결정권한을 투자자와 전문운용역이 함께 공유하는 금융서비스라는 점에서 뮤추얼펀드서비스, 그리고 그것을 취급하는 자산운용산업과는 구별됨
  - 자산관리(wealth management) 서비스가 개별성, 맞춤형을 본질로 하는데 비해, 자산운용(asset management)은 불특정 다수를 대상으로 한 표준화된 서비스를 제공하며 전문운용역이 운용에 관한 권한을 전적으로 보유함
  - 본 보고서는 표준화된 펀드서비스를 제공하는 자산운용산업과는

구별되는 맞춤형 투자서비스인 자산관리산업을 분석대상으로 함

**나. 자산관리시장 현황**

□ 전 세계 고액자산가는 2008년 현재 8백만명으로 추정되며, 자산규모 추정치는 추정기관에 따라 차이를 보이는 가운데, 2008년 기준 MLCG는 33조달러, BCG는 92조달러로 추정함

— 글로벌 금융위기로 고액자산가 수나 자산가치가 2007년 대비 크게 줄어들음

**<표 II-1> 전 세계 고액자산가(HNWI) 규모**

(단위: 백만명, 조달러, %)

	MLCG			BCG	
	인원	금액	비중	금액	비중
2004	8.2	30.7	7.7	87.2	10.7
2005	8.8	33.4	8.8	88.0	0.9
2006	9.5	37.2	11.4	99.6	13.2
2007	10.1	40.7	9.4	109.5	9.9
2008	8.6	32.8	-19.4	92.4	-15.6

주 : 1) 고액자산가: 투자가능자산이 1백만달러 이상인 투자자  
 2) MLCG: Merrill Lynch Capgemini, BCG: Boston Consulting Group  
 자료: International Financial Services London(이하 IFSL)

□ 고액자산가의 고액자산(33~92조달러) 중에서 실제 PB에 의해 관리되고 있는 자산(AUM)은 전 세계적으로 14조달러로 추정

— 시장구조는 시장집중도를 나타내는 CR3가 29.1%(2008년)로 비교적 경쟁적인 시장구조

<표 II-2> 글로벌 PB시장 규모

(단위: 십억달러)

	2004	2005	2006	2007	2008
BofA MerrillLynch	529	1,100	1,209	1,309	1,501
UBS	1,296	1,319	1,608	1,896	1,394
Citi	1,030	1,310	1,438	1,784	1,320
Wells Fargo	-	-	-	-	1,000
Credit Suisse	304	559	642	745	612
JP Morgan	195	313	465	545	552
Morgan Stanley	182	374	450	522	522
HSBC Group	178	348	408	494	352
Deutsche Bank	158	199	249	286	231
기타 은행	8,728	8,078	9,531	9,819	7,017
전체	12,600	13,600	16,000	17,400	14,500

자료: IFSL

### 3. 소매자산관리: 주요 트렌드

#### 가. 종합자산관리서비스: One-Stop 서비스

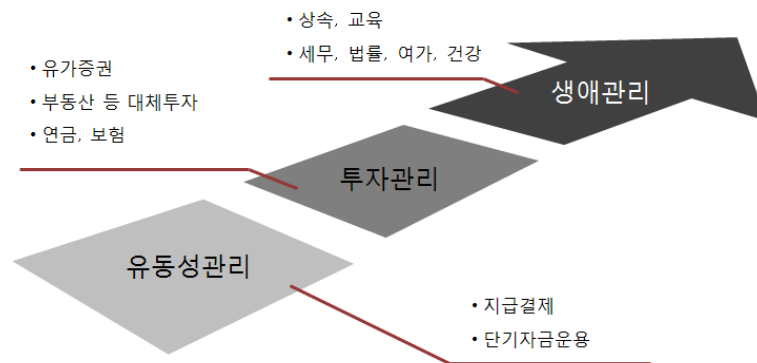
- 소매자산관리는 생애 동안의 투자위험, 장수위험, 사망위험을 종합적으로 관리하고 고객의 금융사이클(financial life style)을 감안하여 고객의 유동성관리, 투자관리, 나아가 생애관리를 포괄하는 종합서비스를 지향
  - 금융시스템적으로는 1999년 GLB법 이후 금융지주회사 내에서 생애수요(유동성, 투자, 생애관리)를 one-stop으로 서비스할 수 있게 됨에 따라 자산관리의 bundle화(full-service화)가 진전
    - 결제수요와 투자동기에 의한 유동성 수요를 흡수할 수 있는

16 금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제

유동성관리계좌, 특히, CMA 계좌서비스가 도입

- 다양한 금융 및 실물자산에 대한 포트폴리오투자를 위한 wrap account, trust account 서비스 확대
- 아울러 상속, 교육, 세무, 법률, 여가, 건강 등 생애관리와 관련된 부가서비스의 결합도 주요한 추세

<그림 II-4> 종합자산관리서비스: One-Stop 서비스



나. 서비스의 복합화 & 개방형 플랫폼

□ 자산관리서비스의 종합서비스화, 복합화의 진전으로 금융투자회사가 제공하는 자산관리계좌 MA(managed account)도 빠르게 진화하고 있음

— 전통적인 자산관리계좌인 SMA(separately managed account)는 wrap으로도 명명되는 계좌서비스로 하나의 증권을 대상으로 단일한 투자전략에 따라 하나의 계좌를 통해 서비스가 제공되었으



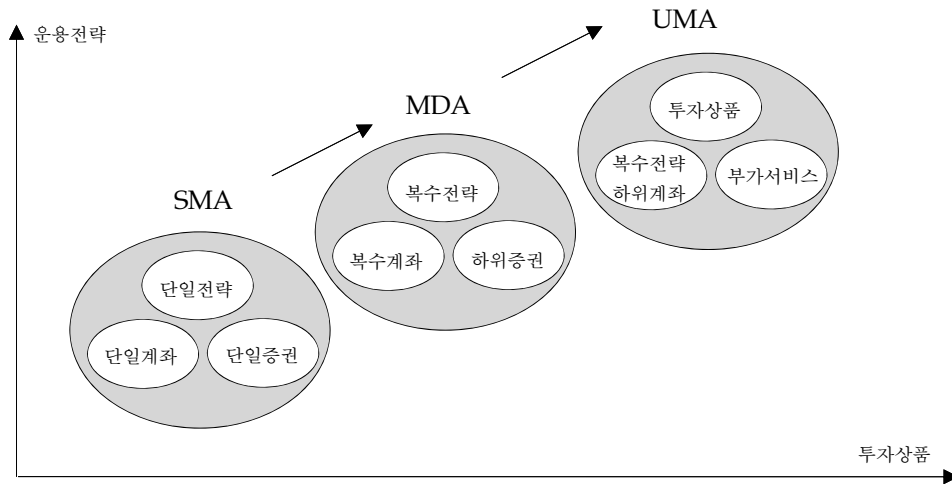
며 1960년대부터 서비스되기 시작

- MDA(multi-discipline account)는 주식형, 채권형 등으로 단순화된 SMA 보다 진화된 자산관리계좌로서 복수의 증권을 대상으로 복수의 운용전략을 구사할 수 있기 때문에 허브계좌를 중심으로 복수의 하위계좌에 대해 복수의 운용전문가가 존재
- UMA(unified managed account)는 MDA 보다 더 진화한 자산관리서비스로 금융투자상품 이외에 부동산, 원자재 등 대체투자 대상까지 포괄하여 자산 포트폴리오를 구성하는 것이 특징임

□ 종합자산관리서비스로의 진화에 따라 금융투자회사 내에 자산관리전문가를 모두 고용하는 것에 대한 비용편익 문제가 제기됨

- 아울러, 다양한 자산관리 전문가를 고용한다고 하더라도, 고객의 성향에 맞는 최고의 운용전문가를 선택하는 것이 자산관리 스폰서의 신의성실의무라고 할 때, 사내 전문가로 신인의무를 다 할 수 있는가에 대해 의문
- 더욱이, 고객은 투자정책설명서(Investment Policy Statement: IPS) 상에 고객이 원하는 운용전문가를 특정할 수도 있기 때문에 운용전문가를 in-sourcing에 의존하기 어려운 상황
- 이처럼 종합자산관리서비스가 복합화되고 진화할수록 자산관리서비스는 개방형 플랫폼(open architecture), 특히, 자산운용전문가들을 특화된 전문 자산운용 부띠끄에 의존하는 방향으로 진화할 가능성

<그림 II-5> 종합자산관리서비스: 복합화 & 개방형 플랫폼

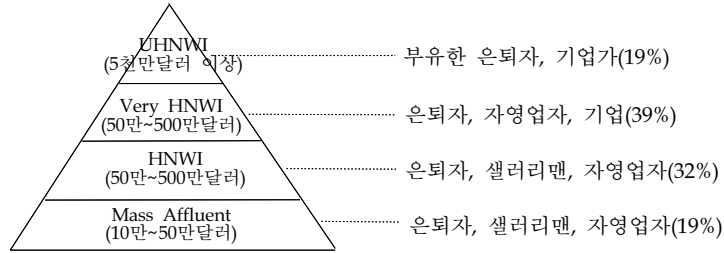


#### 다. 서비스의 대중화

- 개인 대상 자산관리서비스가 기존의 고액자산가시장에서 중산층 대상 소매자산관리로 시장의 외연 확대
  - 전 세계 부의 지도(wealth pyramid)에서 2005년 기준으로 10만 달러 이상 50만달러 미만의 부유대중(mass affluent)은 전 세계 운용자산의 19%를 차지하며 빠르게 성장
  - 이런 가운데 wrap account의 서비스 대상 고객이 최소가입 금액의 하락과 함께 빠르게 증가
    - 주식형의 경우 최소가입금액이 애초 100만달러에서 50만달러,

10만달러, 최근에는 2.5만달러로 낮아지고 있음

<그림 II-6> 종합자산관리서비스: 소매자산관리시장



자료: PWC(2005)

#### 4. 소매자산관리의 성장 동인

##### 가. 수요측 요인: 초고속 고령화 속 사회보장 미흡

- 인구구조상의 베이비부머 충격으로 전 세계적인 고령화가 진행되는 가운데, 한국의 고령화는 세계에서 가장 빠른 속도로 진행
  - 고령사회 진입 후 초고령사회 진입기간 및 진입연도 추정: 한국 26년(2026년), 일본 36년(2006년), 미국 94년(2036년)
  - 고령화는 개인의 장수위험을 높이며 소매자산관리시장에서 노후 관리서비스에 대한 수요를 증대시킴
  
- 더욱이, 한국의 경우 초고속 고령화가 진행됨에도 불구하고, 퇴직 이후 노후관리를 위한 공적 안전판은 다른 비교대상 국가에 비해 미흡
  - 우리나라 공적연금의 소득대체율은 42%, 고용보험의 소득대체율은 51%로 OECD 평균을 하회하며, 건강보험의 본인부담율은

4.6%로 OECD 평균을 상회

<표 II-3> 주요국의 사회보장 수준 비교

(단위: %)

순위	국가	공적연금 (대체율, 06)	건강보험 (본인부담율, 07)	고용보험 (대체율, 04)
1	핀란드	56	3.2	60
2	스위스	58	5.9	70
3	스웨덴	61	3.2	77
9	일본	34	2.2	60
11	미국	39	2.8	62
15	한국	42	4.6	51
	OECD 평균	59	3.0	58

주 : 순위는 뉴스위크(10.8.16) 살기 좋은 나라 순위  
 자료: 뉴스위크, OECD(2009)

□ 적정 소득대체율로 보면 한국의 노후관리시스템이 미흡한 것을 확인할 수 있음

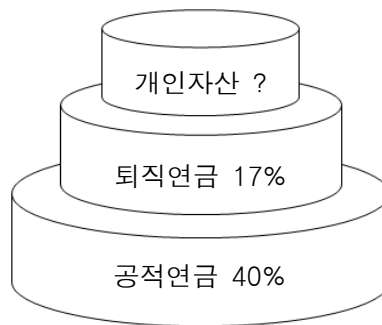
- 퇴직 후 소득의 퇴직 전 소득에 대한 비율을 나타내는 소득대체율은 자산관리의 목적이 자산가치 증식을 통해 생애 동안의 소득과 소비를 안정화하는데 있는 만큼, 사회보장제도 이상으로 개인이 자산관리를 해야 할 필요성을 판단하는 주요 지표임
- 적정 소득대체율에 대한 컨센서스를 발견하기는 어려우나 일부 연구들에 따르면 70~90% 수준이 적절하며, 미국의 경우 약 72% 수준인 것으로 조사됨

□ 한국의 소득대체율은 70% 수준에 미달하는 것으로 추정됨

- 공적연금(국민연금)의 경우 2006년 현재 42%이며, 정부는 40년 가입기준으로 2008년 50%, 2028년 40%로 하향 조정할 계획

- 퇴직연금은 DB형 기준으로 30년 근무한 근로자가 25년간 연금을 수령하고 투자수익률이 5%인 경우 소득대체율은 17.5% 추정
- 결국, 노후의 삶의 질 유지를 위해서는 공적 사회보장 수단(국민연금과 퇴직연금) 이외에 3층의 노후관리수단인 개인연금을 포함한 적극적인 자산관리가 필요

<그림 II-7> 우리나라의 노후 소득대체율 추정



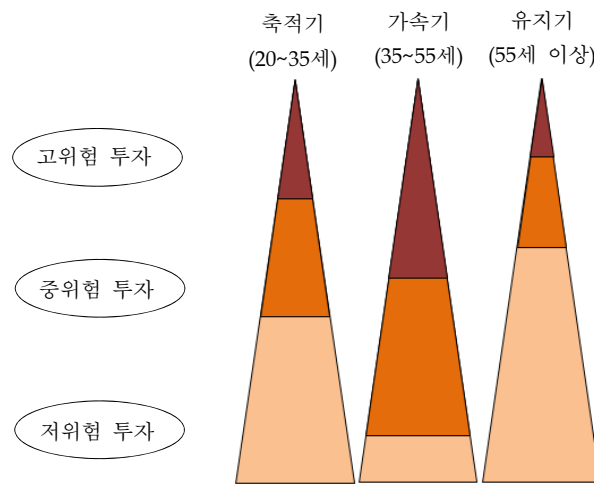
**나. 수요측 요인: 적극적 자산취득 인구의 확대**

- 소매자산관리의 성장 가능성은 고령화라는 인구동학 요인뿐만 아니라 금융자산관리에 가장 적극적인 연령인 35~55세 인구 비중이 향후 10년간 가장 높다는 데서도 확인할 수 있음
  - 재무사이클(financial life cycle)로 보면 20세에서 55세는 자산의 축적기(accumulation)에 해당하며, 55세 이상은 자산의 소진기(decumulation)에 해당
    - 20~35세는 일종의 금융자산의 시드머니를 축적하는 시기로서 위

험자산 보다는 무위험자산에 대한 선호가 높음

- 반면, 35~55세는 축적된 시드머니를 가지고 적극적으로 자산가치를 증식하는 적극적 자산축적기에 해당하여 위험자산에 대한 선호가 높은 시기임

<그림 II-8> 재무사이클(financial life cycle)과 위험선호



- 우리나라 인구구조에서 35~55세까지의 적극적 자산취득계층이 가장 많이 분포하는 시기는 2010년이며 이후 2020년까지 높은 수준 유지
  - 이렇게 볼 때 향후 10년 동안 노후안정을 위한 소매자산관리에 대한 수요는 크게 증가할 것으로 예상됨

<표 II-4> 우리나라 적극적 자산취득계층의 비중 추이

연도	자산취득능력계층 (35~55세)	노년계층 (60세 이상)
1990	23.5%	4.4%
2000	29.7%	7.2%
2010	35.2%	11.0%
2020	33.5%	15.6%
2030	29.8%	24.3%
2040	26.7%	32.5%
2050	23.7%	38.2%

주 : 총인구 대비 비중  
 자료: 통계청

**다. 공급측 요인: IT 기반 기술혁신**

- 자산관리서비스의 대중화 트렌드를 이해하기 위해서는 고령화나 인구동학 등 수요요인뿐만 아니라 자산관리서비스를 제공하는 금융투자산업의 환경변화, 즉, 공급측 요인에 대한 이해도 중요함
- 개인고객에 대한 맞춤형 서비스를 본질로 하는 자산관리서비스는 맞춤형 자산관리를 자문해 줄 수 있는 수많은 재정자문가(financial adviser)를 필요로 하기 때문에 대단히 노동집약적인(labor-intensive) 금융서비스임
  - 때문에 자산관리서비스의 보수(이하 wrap fee)는 일반 표준형 간접투자상품인 뮤추얼펀드에 비해 높고, 최소가입금액도 뮤추얼펀드에 비해 높은 것이 일반적임

- 그런데 이 같은 자산관리서비스의 노동집약적 성격은 금융 IT의 발전으로 크게 약화되는 가운데, STP(straight through processing)를 통한 자동화, 표준화가 진전됨에 따라 서비스 성격이 점차 IT 집약적으로 변모하고 있음
  
- STP는 고객과의 상담, 주문, 청산, 결제, 예탁 등의 거래 전 과정과 그에 따른 당사자 간의 정보교환이 표준화, 자동화된 시스템을 지칭
  - 크게 스폰서(증권회사) 내부 마케팅 부서와 후선 부서간 업무를 자동화한 내부 STP와 고객-증권회사-청산-결제 등 외부 참여자간 업무프로세스를 자동화한 외부 STP로 구성
  
- STP를 통한 자산관리서비스의 자동화 진전은 자산관리서비스의 관리 비용을 절감시킴으로써 wrap fee의 지속적인 하락과 최소가입금액의 하락을 가져옴
  - Wilkinson(2006)에 따르면 wrap fee는 1999년 2.1%에서 2004년 1.69%로 하락한 것으로 나타남
  - 아울러 최소가입금액이 하락함에 따라 맞춤형 자산관리서비스가 대중화(mass customization)되고 있음
  
- 이렇게 볼 때 한국의 최근 랩어카운트 최소가입금액 하락은 단순히 증권회사간의 과당경쟁의 결과로만 볼 수 없으며, 공급측면의 기술혁신이 낳은 잠재적인 소비자 선택의 폭의 확대과정으로 이해할 필요



## 5. 증권회사 자산관리서비스의 현황과 발전 방향

### 가. 금융권의 자산관리서비스 현황

- 국내 금융회사들은 자본시장법 상의 신탁업과 투자자문 및 일임업 허가를 통해 자산관리서비스를 제공하고 있으나, 주로 법인 혹은 기관투자자 대상 자산관리라는 점에서 개인고객 대상 자산관리와는 차이가 있음
  - 국내 금융회사들은 기업, 연기금, 보험자산 등을 대상으로 한 기관투자자 자산관리서비스는 일찍부터 제공하고 있었음
  - 현재 신탁은 은행 주도 법인고객, 일임은 운용사 주도 기관투자자고객 중심
  
- 은행은 현재 신탁계약에 따라 주로 법인을 상대로 자산관리서비스를 제공하고 있으나, 서비스 내용은 적극적인 가치증식형 자산관리보다는 가치보전형 자산관리에 치중
  - 자문일임업 허가는 받지 못하고 있어 자문일임계약은 전무함
    - 다만, 예금고객에 대한 부가서비스 명목으로 PB센터를 운영하며 고객자산가들을 관리하고 있음
    - 정부는 은행에 대해 자문계약만 허용하고 일임계약을 허용하지 않을 것으로 알려짐
  
- 금융투자회사는 퇴직연금 도입과 함께 신탁업 허가를 받았으나, 자산

관리서비스는 주로 자문 및 일임계약 형태로 제공함

- 지금까지 금융투자회사의 자산관리서비스는 자산운용회사들이 연  
기금과 보험 등 기관투자자의 운용자산을 위탁받아 운용하는 기  
관투자자 대상 서비스였음
- 최근 들어 증권회사가 랩어카운트를 통해 개인대상 자산관리시장  
에 진출하기 시작함

□ 보험회사는 2009년 12월에 보험업법 개정으로 자문일임업이 허용되  
었으나 실적이 미미한 수준이며, 신탁업 역시 퇴직연금제도 도입과  
함께 2005년 도입되었으나 신탁업을 통한 자산관리 역시 미미한 수  
준임

**<표 II-5> 국내 자산관리시장 현황**

	신탁계약	자문일임계약
은행	- 156조원 - 법인, 금전신탁 중심	- 자문업만 허용 방침 - PB: 90조원(잠재고객)
금융투자회사	- 70조원(증권회사) - 법인, 금전신탁 중심	- 243조원 - 기관투자자 중심 - 증권회사 랩(27조원)
보험	- 0.4조원	- 자문일임업 허용

주. 신탁 2010년 6월 기준, 자문일임 2009년 말 기준. 단, 증권 랩은 2010년 5월 기준, 은행 PB 2008년 8월 기준

### 나. 증권회사 소매자산관리서비스의 발전 방향

- 개인고객 자산관리서비스는 증권회사에서 랩어카운트를 통해 일부 서비스가 제공되기 시작하였으나, 산업 전체로 볼 때 소매자산관리서비스의 발달 정도는 낮은 수준임
  - 그런데 이처럼 낮은 산업 발전 수준이 자산관리서비스에 필요한 법제도가 미비하기 때문으로 볼 수는 없음
    - 증권회사는 이미 결제 및 유동성자산을 관리하는 CMA, 맞춤형 투자서비스를 제공할 수 있는 자문 및 일임업, 나아가 맞춤형 생애서비스를 종합적으로 서비스할 수 있는 신탁업 등이 허용되어 있음
  - 증권회사가 활용할 수 있는 자산관리 vehicle은 다양하게 갖추어 진데 비해, 서비스 질이 단순하고 자산관리 vehicle간의 연계나 시너지 등의 부족으로 종합자산관리서비스를 제공하지 못하는 것이 근본적인 문제임
  - 자산관리산업의 환경은 앞서 언급되었듯이 인구구조의 변화, 낮은 사회보장 혜택, 금융 IT의 발전 등으로 향후 소매자산관리가 증권회사 개인고객 대상 비즈니스의 새로운 패러다임이 될 것임을 예고
  
- 본 보고서는 증권회사의 소매자산관리 발전과제로 다음 세 가지를 지적하고자 함
  - **(CMA 플랫폼 기능 제고)** 소매자산관리의 궁극적 목적은 축적된 자산의 안정적 소비를 통해 생애 동안의 삶의 질을 관리하는데

있으므로, 개인의 유동성관리와 자산관리간의 연계는 불가피함

- CMA는 결제서비스와 고수익 단기자산에 대한 자동투자서비스를 통해 유동성관리를 단기자산관리계좌이나 현재 장기 자산관리프로그램들과의 연계가 미흡한 상황

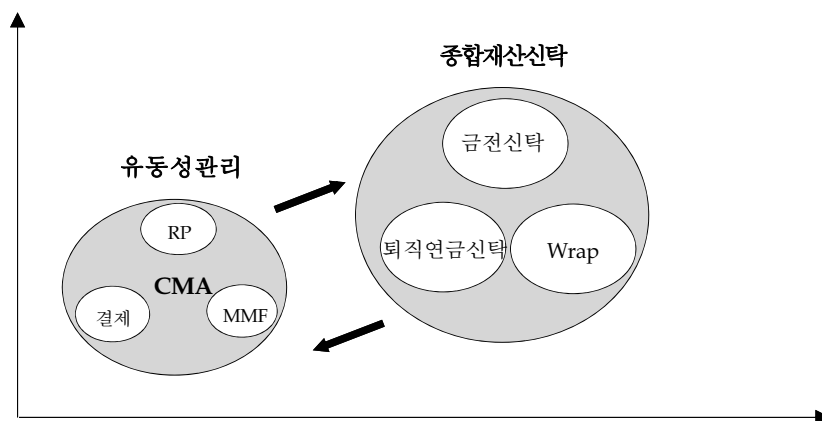
— (랩어카운트 서비스의 혁신) 현재 국내 랩어카운트 서비스는 맞춤형이나 복합성 기준으로 볼 때 단순 서비스 수준에 머물러 있음

- 투자대상과 운용스타일을 다양화하고, 개방형 플랫폼을 통해 맞춤형 서비스의 질을 제고할 필요

— (신탁서비스의 활성화) 자본시장법 상 일임계약인 랩어카운트 서비스가 맞춤형 자산관리를 제공하는 강력한 vehicle이지만, 위탁대상이 금전으로 한정되고, 일임자산의 운용대상도 금융투자상품으로 한정되어 있어, 금전, 금융자산, 실물자산, 보험 등을 종합적으로 관리하는 종합자산관리서비스를 구현하는데 한계가 있음

- 투자위험, 사망위험, 장수위험, 상속 등에 관한 종합적인 맞춤형 서비스를 구현할 수 있는 신탁서비스가 활성화될 필요

<그림 II-9> 증권회사 소매자산관리 발전 방향



### III. CMA의 플랫폼 역할 제고

---

1. CMA 현황 및 기능
2. CMA 시장 잠재수요 추정
3. CMA 보유동기
4. CMA 발전 방안



### III. CMA의 플랫폼 역할 제고

#### 1. CMA 현황 및 기능

##### 가. 현황

- CMA시장은 2006년부터 약 4년 동안 연평균 10조원씩 고속으로 성장하며 단기자금시장에서 크게 주목을 받았음
  - 2010년 7월 현재 CMA 잔액은 43조원, 계좌수는 1,095만개, 계좌당 잔액은 398만원으로 나타남
  - 시장구조는 CR3가 44%, CR5가 60%인 과점시장구조(2001년 5월 기준)
  
- 그러나 2008년부터 CMA의 성장세는 크게 둔화되었는데, 이 같은 둔화는 일시적인 현상이라기 보다는 CMA 성장을 이끌어 온 수익률 메리트가 희석됨에 따른 구조적인 현상
  - 수시입출식 상품에 고금리가 지급되는 금융혁신을 이끈 CMA의 수익률 혁신을 희석시킨 요인은 첫째, 기초적인 저금리 현상, 둘째, 은행의 고금리 결제성 예금상품 출시 등임
  - 특히, 은행권의 고금리 결제예금 출시는 경쟁회사의 수익률 모방으로 인해 CMA의 수익률 혁신 사이클이 마감되었음을 의미

**<표 III-1> CMA 성장 추이**

	2006하	2007	2008	2009	2010.7	2010.7
잔고성장	212%	214%	13%	25%	10%	43조원
계좌성장	107%	244%	64%	27%	12%	1,095개
1좌평균 (만원)	599	557	386	383	398	398

자료: 금융투자협회

□ 따라서 CMA가 새로운 성장사이클을 그리기 위해서는 수익률 이외의 새로운 혁신 동력이 필요

— 새로운 혁신 동력이 마련될 경우 CMA로 상당한 규모의 자금이 이동할 수 있을 것으로 판단

- 단기자금시장 중 CMA로의 자금이동이 가능한 개인자산 규모는 결제성예금 193조원, CD 37조원, 고객예탁금 12조원, MMF 27조원 등 270조원에 달함



<표 III-2> 개인고객 단기자금시장 규모

(단위: 조원)

	업종	전체자산	개인자산	보유동기	CMA로 이동가능성
결제성 예금 <sup>1)</sup>	은행	296	193	거래(결제) 예비동기	이동요인: 위험자산 비중 확대, 자산관리 잔류요인:금리경쟁,장기대출
CD <sup>2)</sup>	은행	103	37	투자동기 예비동기	이동요인: 금리차 미미 잔류요인: 안정형자산관리상품
CMA <sup>3)</sup>	증권	38	34	거래(결제) 예비동기	
예탁금 <sup>4)</sup>	증권	12	12	투자동기	이동요인: 금리차, 부가서비스 잔류요인: 과거경험
MMF <sup>5)</sup>	자산 운용	72	27	투자동기 예비동기	이동요인: 금리차, 부가서비스 잔류요인: 위험성향
펀드 <sup>6)</sup>	자산 운용	247	136	투자동기	이동요인: 직접투자선호경향 잔류요인: 간접투자편의성

주 : 1) 2009년 11월말 잔액, 결제성예금 = 요구불예금+저축예금+기업자유예금, 결제성예금 중 개인자산은 기업자유예금 제외한 금액

2) 2009년 9월말 잔액(자금순환표)

3) 2009년 12월말 잔액

4) 2009년 12월말 기준 투자자예탁금, 전체를 개인자금으로 가정

5) 2009년 12월말 MMF 중 개인고객 자금,

6) 2009년 9월말 기준 주식형, 채권형, 혼합형 펀드 순자산(자금순환표)

자료: 한국은행, 금융투자협회

### 나. 기능: 자본시장 결제플랫폼

□ 2009년부터 CMA의 결제기능이 완성됨에 따라 CMA는 बैं킹기능과 투자기능을 하나로 통합하였음

— 투자서비스에 बैं킹서비스가 결합된 beyond banking 기능은 증권 회사 본체 내에서 बैं킹기능을 수행할 수 있다는 점에서 약한 형태의 narrow banking이 실현된 것임

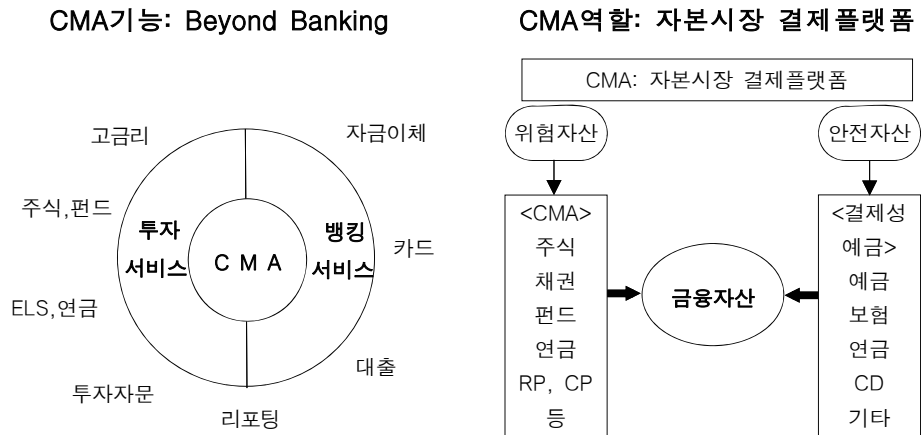
- 이는 금융시스템적으로 중요한 변화로서 미국에서도 메릴린치가 1977년 CMA를 개발할 당시, 글래스-스티걸법 체제에 반하는 것으로 상당한 논란이 있었음

— 특히, 증권회사의 소매비즈니스가 단순한 브로커리지에서 소매자산관리로 패러다임이 옮겨갈수록, 유동성관리의 중요성이 부각되면서 CMA의 중요성은 더욱 커질 것으로 판단됨

□ CMA의 beyond banking 기능으로 금융산업 내 자본시장의 역할이 커짐에 따라 자본시장의 결제플랫폼 역할을 수행할 있게 됨

— 결제성예금이 안전자산의 결제플랫폼이듯이, CMA는 위험자산, 다시 말해, 자본시장의 결제플랫폼으로 기능할 수 있게 됨

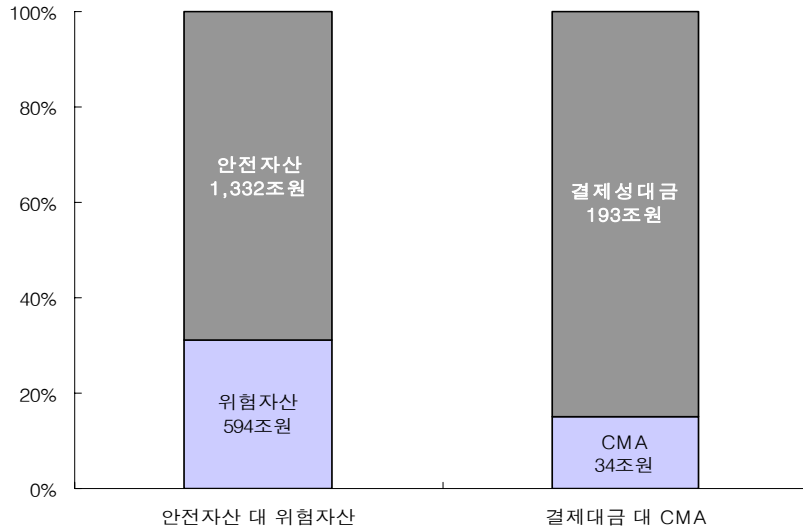
<그림 III-1> CMA의 기능



## 2. CMA 시장 잠재수요 추정

- 결제기능이 완성된 CMA가 자본시장의 결제플랫폼으로 역할을 충실히 수행한다고 가정한 후, CMA의 잠재적 성장성을 추정하기로 함
  - 가정(1): 금융소비자의 입장에서 CMA를 위험자산의 결제플랫폼으로, 결제성예금은 안전자산의 결제플랫폼으로 사용할 때 거래비용이 최소화됨
    - 안전자산의 결제계좌를 CMA로 하거나, 위험자산의 결제계좌를 결제성예금으로 할 경우 그렇지 않은 경우보다 거래비용이 높다고 가정
  - 가정(2): 위험자산은 금융투자회사, 안전자산은 은행과 보험회사가 취급한다고 가정
  
- (추정방법 1) 가계의 금융자산 구성과 결제계좌 구성 간의 불균형 규모 추정
  - 가계 금융자산 중 위험자산 비중은 31%, 가계의 결제성예금과 CMA를 합한 전체 결제계좌잔액 중 개인고객의 CMA 비중은 15%로 계산됨
  - 거래비용의 차이가 발생할 경우, 위험자산 비중과 CMA 비중은 장기적으로 수렴할 것이며, CMA 비중이 위험자산 비중으로 수렴해 갈 것임
  - 따라서 두 구성간의 차이만큼이 장래에 결제기능에 따른 CMA의 잠재적 성장규모라고 할 수 있으며, 그 규모는 36조원으로 추정

<그림 III-2> 개인 금융자산과 허브계좌

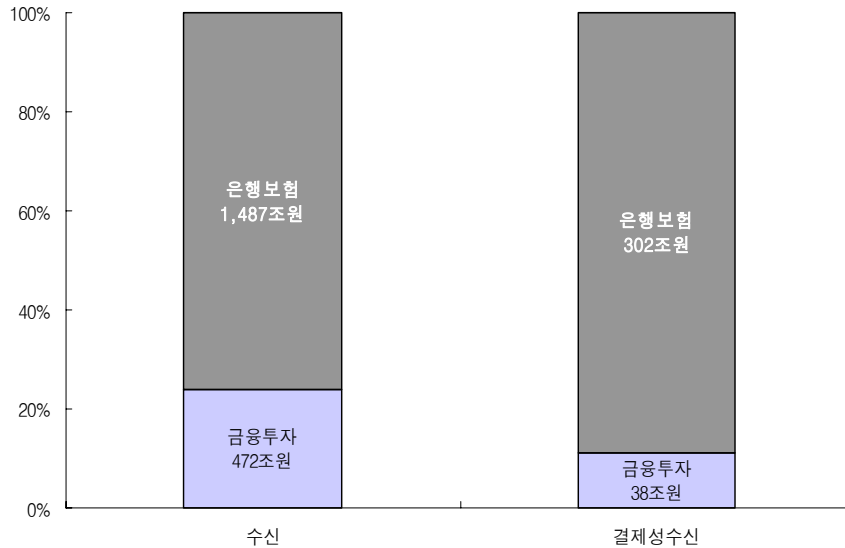


주 : 개인금융자산은 2009년 9월 기준, 결제성예금 및CMA는 2009년 12월말 기준  
 결제성예금 = 개인의 결제성예금으로 요구불예금과 저축예금의 합  
 자료: 한국은행, 금융투자협회

□ (추정방법 2) 금융권 수신구성과 결제계좌 구성간 불균형 추정

- 고유계정 부채구성과 관련하여 소매고객에게 위험자산을 판매하는 금융투자회사와 안전자산을 판매하는 은행과 보험회사간의 수신구성과 결제계좌 구성간의 불균형을 추정
- 금융투자회사 수신/금융권 전체 수신 비중은 24%, 법인계정 포함 CMA 잔액/금융권 전체 수신 비중은 11%
  - 여기서 금융권은 예금취급기관(새마을금고 제외), 보험, 금융투자회사를 포함
- 두 구성간의 불균형에 따른 CMA로의 잠재적 자금이동 규모는 44조원으로 추정

<그림 III-3> 금융권 수신 및 결제계좌 구성



주 : 은행보험업 결제성계좌는 은행의 요구불예금+저축예금+기업자유예금, 2009년 12월말 기준  
 자료: 금융감독원, 금융투자협회

- (계좌수) 두 추정방법을 종합하면 향후 결제수요에 의해 늘어날 수 있는 CMA 추가성장 규모는 36~44조원으로 추정되는데, 이때 계좌수의 추가성장 규모는 1,000만개로 추정됨
  - 단, 현재 계좌당 잔고는 2009년 말 383만원으로 가정
  - 결론적으로 향후 결제수요에 의해 늘어나는 시장규모가 정확히 지금보다 두 배 정도 성장할 수 있는 것으로 추정됨

### 3. CMA 보유동기

- 앞서 추정한 대로 결제기능을 충실히 수행할 때 CMA의 잠재적인 추가성장 규모가 36~44조원이라고 할 때, 이 같은 잠재성을 현실화할 수 있는 혁신의 동인은 무엇인가?
  - 지금과 같은 금리메리트로는 CMA로 추가자금 유입 가능성은 낮으므로, 이를 가능케 하는 혁신동인을 찾을 필요
  
- CMA 성장 동인을 식별하기 위해 증권회사 고객들이 CMA를 보유하는 동기를 분석할 필요
  - CMA는 유동성자산에 해당하므로 케인즈의 화폐수요이론을 원용하여 보유동기를 투자동기, 거래동기, 수익동기로 구분
    - 투자동기는 장기투자 포트폴리오를 구성하는 과정에서 시장위험을 관리하기 위해 일시적으로 유동성자산을 소유하는 동기를 일컬으며, 거래(결제)동기는 결제수단으로 보유하는 동기이고, 수익동기는 화폐와 달리 유동성자산간의 수익률차이에서 비롯되는 현상을 일컬음
    - CMA가 어떤 보유동기에 영향을 받는지 살펴보기 위해 투자동기의 대리변수로 주가지수, 수익동기 지표로 CMA 금리, 결제동기로 소매판매액지수(통계청)를 사용
  
- 실증분석 결과, CMA는 주가, 금리와 높은 상관성을 나타냄
  - 종속변수로 CMA 규모 변수를 사용한 모형(1)의 경우 주가 변수가 통계적으로 유의미하게 나타나, CMA 시장은 주식시장과 밀

접한 관련이 있음을 함의

- 경쟁상품간의 소비자의 선택에 초점을 맞추고 종속변수로 전체 결제성수인 대비 CMA로 정한 모형(2)의 경우 수익률 변수가 통계적으로 유의한 결과를 나타냄

□ 실증결과가 갖는 함의는 유동성관리 목적의 CMA 계좌를 투자자들이 실제 보유하는 동기는 장기 투자과정에서 발생하는 투자동기에 밀접한 관련이 있다는 것임

- 따라서 단기자산관리상품인 CMA와 장기 자산관리서비스와 연계를 명시적으로 강화하는 마케팅포인트를 발굴함으로써 종합자산관리서비스를 제공하는 노력이 필요

**<표 III-3> CMA 보유동기 분석: OLS 모형(1)**

	보유동기	계수값	t-값
상수		0.139	7.843
주가	투자동기	0.326	2.117
금리	수익동기	0.076	0.509
소매 판매액	결제동기	0.586	1.289
은행 경쟁상품더미		-0.108	-4.605
Adj.R-square	0.531		
F-statistic	10.059		

주: 종속변수 =  $\Delta \ln CMA$   
 샘플기간 = 2006년 7월~2009년 5월 월간 데이터

**<표 III-4> CMA 보유동기 분석: OLS 모형(2)**

	보유동기	계수값	t-값
상수		-0.535	-4.996
주가	투자동기	0.168	1.652
금리	수익동기	0.175	7.875
소매판매액	결제동기	-0.005	-0.015
Adj.	0.669		
F-statistic	17.136		

주: 종속변수 = (CMA + 예탁금)/(CMA + 예탁금+ 요구불예금)  
 샘플기간 = 2006년 7월~2009년 5월 월간 데이터

## 4. CMA 발전 방안

### 가. 발전의 기본방향: 소매자산관리 연계

- 해외 사례를 벤치마킹한 결과, 유동성자산을 관리하는 CMA를 종합 자산관리서비스와 연계할 수 있는 경로는 결제서비스와 자문서비스 두 가지임
  - 결제서비스는 종합자산관리가 효율적으로 서비스되기 위한 기본적인 플랫폼으로 CMA상품의 고유 기능
  - 자문서비스는 투자동기에 따른 CMA 유동성과 맞춤형 장기자산 관리를 연결하는 기능으로 향후 CMA시장의 발전을 위한 주요기능으로 메릴린치 등 주요 warehouse들이 서비스하는 CMA의 주요 기능임



- 사례: 메릴린치의 CMA와 퇴직연금프로그램(MLRIS) 연계프로그램은 고객이 MLRIS 연계 통합자금관리서비스를 원하면 adviser 상담을 통해 재산상태, 위험성향, 은퇴 후 소비계획에 대한 전반의 계획을 수립

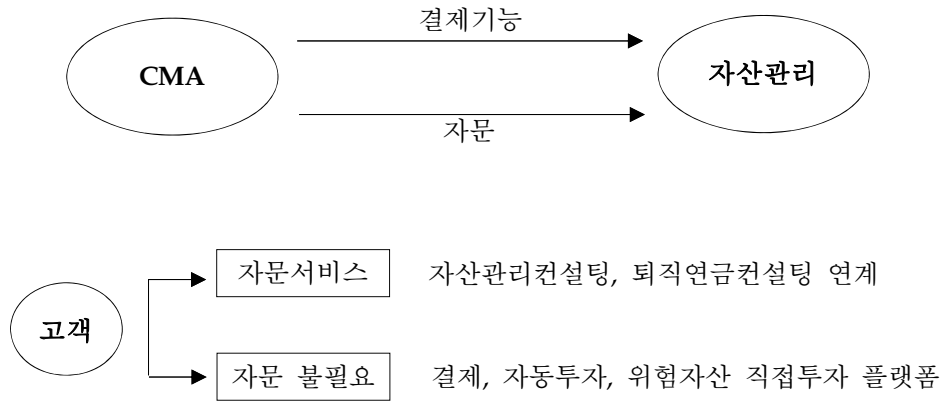
<표 III-5> 국내외 CMA 서비스 비교

	메릴린치	와코비아	MorganStanley Smith Barney	국내CMA
금리메리트	○	○	○	○
자동투자	MMDA,MMF	MMF,예금	MMF,예금	RP,MMF, 예금
신용카드	○	○	○	○
수표발급	○	○	○	X
자금이체	○	○	○	○
자문서비스	○	○	○	X

□ 국내 CMA의 혁신 방향

- 지금은 자동투자기능을 활용한 수익률 경쟁이 혁신의 기본 방향으로 설정되어 있으나,
- 앞으로는 선진국의 CMA와 마찬가지로 결제기능을 강조하고 “자산관리의 gateway”로 기능할 수 있도록 자산관리 연계서비스(가령, 자문서비스)를 개발할 필요
- 이를 위해 증권회사들은 모든 고객에게 은행처럼 CMA를 자동으로 개설하도록 하고, 고객에게 자문서비스 옵션을 선택하도록 한 후, 자문서비스를 원하는 고객에게는 신탁, 랩어카운트, 퇴직연금 등의 자문서비스를 받을 수 있도록 할 필요

<그림 III-4> CMA와 자산관리의 연계 방안



나. 세부 발전 방안: 결제 및 자문서비스 활성화

1) 결제서비스의 활성화

가) 결제서비스 활용 현황

□ CMA 계좌 중 급여이체계좌는 14만계좌(전체의 1.4%, 2009년 9월)

- 증권회사가 판매한 적립식펀드 판매계좌(308만계좌) 대부분이 은행계정을 통해 자동이체가 이루어지고 있을 것으로 추정
- 2007년에 크게 성장한 적립식펀드의 만기 및 재설정시 결제계좌 조정 유도, 판매사이동제도를 활용한 결제계좌 조정 유도 등 증권회사 채널을 통해 판매되는 적립식펀드의 CMA 결제계좌 활용을 유도할 필요

<표 III-6> 판매채널별 적립식펀드 추이

(단위: 조원, 만개)

		금액	계좌수
펀드 잔액		337	2,056
판매 고객	개인	169	1,987
개인 판매채널	증권회사	56	645
	은행	109	1,287
적립식펀드		72	1,210
판매채널	증권회사	18	308
	은행	52	879

주 : 2009년 9월 기준  
 자료: 금융투자협회

나) 결제서비스 활성화 방안: 퇴직연금 활용

□ 퇴직연금은 근로자의 보험료를 기업이 근로자 개인의 퇴직연금계좌로 이체하는 것이 일반적이므로 개인의 CMA 계좌 활성화와는 기본적으로 큰 관련은 없음

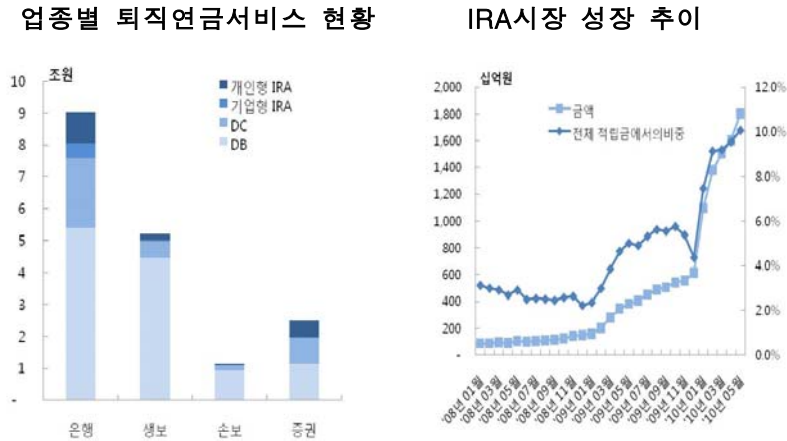
— 그런데 DC형과 IRA의 경우 근로자 개인이 기업이 지급하는 보험료와 별개로 개인의 여유자금 중 일부를 퇴직연금계정에 추가 납입할 수 있도록 허용하고 있음

- 우리나라는 추가납입 규모에 제한을 두지 않는 대신 소득공제 한도(300만원)를 제한하고 있음

— 따라서 추가납입시장이 확대될 경우 CMA의 결제기능과 자문기능을 활성화하는데 큰 역할을 할 것으로 기대

□ 특히, 최근에는 퇴직연금신탁(보험)제도의 2010년 말 폐지를 앞두고 기업들이 퇴직연금제도로 전환하는 가운데 중간정산을 한 퇴직금의 일부가 IRA시장으로 유입되고 있어 두 부분에 상대적으로 경쟁력이 있는 증권회사의 퇴직연금시장 입지가 확대될 가능성이 있음

<그림 III-5> 업종별 종류별 퇴직연금시장 현황



자료: 금융감독원, 2010년 5월 기준

- 현재 추가납입 규모는 DC형의 경우 많지는 않으나 기업형 IRA의 경우 추가납입 규모가 전체 납입액의 47%로 큰 비중을 차지
  - 총 적립액 중 추가납입액 비중: DC 2.2%, 기업형 IRA 47%
  - 일인당 추가납입액(연간): DC 14만원, 기업형 IRA 312만원

<표 III-7> 일인당 퇴직연금 추가납입액

	DC	기업형 IRA
적립총액(억원)	36,643	4,676
추가납입총액(억원)	817 (2.2%)	2,205 (27.2%)
가입자수(명)	559,716	70,689
일인당 추가납입액(원)	145,967	3,119,297

□ 향후 IRA 시장은 폭발적으로 성장할 가능성이 있어 CMA와 연계의 필요성은 더욱 커질 전망

— 현재 국회에 계류 중인 퇴직연금 관련법안에 따르면 향후 모든 퇴직연금의 추가납입은 개인이 직접 관리하는 IRA 계좌를 통해서만 가능하도록 제도적으로 유도할 방침

- 모든 퇴직연금 유형에 추가납입을 허용하되, 추가납입은 개인이 별도로 관리하는 IRA 계좌를 통해 이루어지도록 함
- 또한 퇴직시 받는 퇴직금은 개인의 IRA계좌를 통해 수령하도록 함

**<표 III-8> IRA 활성화를 위한 근로자퇴직연금보장법 개정안**

	현행	개정안
명칭	개인퇴직계좌	개인형퇴직연금제도
가입 대상	- 퇴직급여제도의 일시금을 수령한 자 - 대통령이 정하는 자 (명시되지 않는 상태)	- 퇴직급여제도의 일시금을 수령한 사람 - DB 또는 DC 가입자로서 자기부담으로 개인형퇴직연금을 추가로 설정하려는 사람 - 자영업자 등 대통령령으로 정하는 사람 (소상공인, 공무원, 사립학교 교직원, 군인 등)
가입 의무	본인의 선택에 의한 가입	퇴직시 개인형 퇴직연금계정을 통해 퇴직금 수령
적립	퇴직 일시금(추가납입 불가능)	퇴직 일시금+가입자 부담의 추가납입

## 2) 자문서비스 도입

- (퇴직연금 연계) 현재 많은 증권회사들은 퇴직연금과 관련하여 자문 서비스를 진행 중인 바, 이것을 CMA의 자문서비스와 연계하는 방안
  - 특히, IRA 활성화를 위한 퇴직연금관련법 개정안에는 자문서비스 활성화를 위한 조항도 포함되어 있는데, 퇴직연금 운용자는 반기 1회 이상 운용방법 변경 가능하고 연금사업자는 적립금 운용방법에 대해 자문하도록 하고 있음
  
- (인터넷 자산관리프로그램 연계) 현행 증권회사들은 인터넷을 통해 자문형 자산관리프로그램을 운영하고 있음
  - 동 프로그램은 고객의 성향 파악, 자산배분, 포트폴리오구성 등 자산관리에 대한 일종의 자가진단 자문프로그램임
  - 현재 증권회사 고객이거나 고객이 아니면서 회원가입을 한 경우에 자문형 자산관리프로그램에 접근이 가능하도록 하고 있으나, 고객에게 CMA계좌를 자동 발급하도록 하고 동 자문프로그램을 CMA와 통합하는 방안

**<표 III-9> 증권회사 자문형 자산관리프로그램**

증권사	브랜드	서비스시점
우리투자	옥토	2007년 3월
미래에셋	어카운트	2009년 9월
삼성	팝	2009년 9월
대신	빌리브	2009년 1월
대우	STORY	2009년 12월
현대	QnA	2010년 1월

자료: 각 사 웹사이트

## IV. 소매자산관리서비스의 발전 과제

---

1. 국내 랩어카운트 현황 및 문제점
2. 미국의 랩어카운트 서비스
3. 국내 랩어카운트 서비스 발전 방향
4. 랩어카운트 한계: 신탁서비스 필요성
5. 랩어카운트의 발전에 따른 산업 생태계 변화 가능성





## IV. 소매자산관리서비스의 발전 과제

- II장에서 살펴보았듯이 자산관리서비스는 일임계약(wrap account)과 신탁계약에 따라 제공되고 있음
  - 증권회사의 소매자산관리는 현재 일임계약에 기초한 랩어카운트 서비스를 중심으로 이루어지고 있는 바, 랩어카운트를 중심으로 살펴보기로 함

### 1. 국내 랩어카운트 현황 및 문제점

#### 가. 현황

- 랩어카운트 서비스는 2006년 이래 고객수가 꾸준히 증가하는 가운데 최저가입금액은 지속적으로 하락하며 시장규모가 급성장
  - 고객수는 2010년 5월 현재 50만명에 육박하고, 계좌당 자산규모도 4천만원 수준으로 낮아졌으며 최저가입금액도 1천만원까지 낮아짐
  - 운용자산은 27조원으로 2009년 3월 대비 14조원, 108% 증가
    - 전체 운용자산 중 기관투자자 대상의 채권형 MMW(money market wrap)가 46%로 가장 비중이 높았으며, 개인고객을 대상으로 한 주식형 랩이나 맞춤형 랩, 자문형 랩은 그 비중은 크지 않으나 최근 빠른 성장세를 시현
    - 특히, 자문형 랩어카운트는 1.4조원으로 2009년 3월 대비 4,700%의 폭발적인 성장세를 시현

<표 IV-1> 국내 랩어카운트 현황

(단위: 억원, %)

구 분		2009년 3월	2010년 5월(비중)	증가율
일 임 형 랩	주식형 랩	16,732	26,360 (9.5)	57.5
	맞춤형 랩	6,610	29,792 (10.8)	350.7
	채권혼합형 랩	1,467	4,024 (1.5)	174.3
	채권형 MMW	68,159	127,828 (46.3)	87.5
	CMA형 MMW	28,271	54,674 (19.8)	93.4
	펀드 랩	8,674	18,810 (6.8)	116.9
	기타 랩	2,607	1,120 (0.4)	-57.0
자문형 랩		284	13,640 (4.9)	4,702.8
합 계		132,804	276,249 (100)	108.0

주 : 운용자산 기준  
 자료: 금융감독원

## 나. 문제점

- 랩어카운트시장의 빠른 성장에도 불구하고, 펀드와의 차이에 대한 이해부족과 랩어카운트산업 자체에 대한 이해부족 등으로 시장이 과도한 수익률게임 양상을 보이는가 하면 투자자보호에 있어서도 몇 가지 문제점을 노출

### 1) 펀드와의 차별성 부족

- 펀드와 랩어카운트는 모두 간접투자상품이라는 점에서는 동일하나, 표준형 상품으로 투자자금에 대한 운용권 개입이 원천적으로 불가능한 펀드와 달리, 랩어카운트는 맞춤형 서비스라는 속성으로 인해 서비스의 개별성이 핵심적인 차별 요인임
- 개별성 요건은 일임계약 체결단계에서의 개별성 요건과 계약의 계속성 단계에서 개별성 요건으로 크게 구분
  - 일임계약 단계의 개별성은 다시 IPS 작성 및 운용역 선정, 그리고 IPS에 충실한 운용 유무, 고객과의 커뮤니케이션 통로 확보 등의 문제로 나누어짐
- 계약단계에서 개별성은 고객성향, 자산배분, 포트폴리오 구성시 제약요건 등이 IPS에 반영되고, IPS에 적합한 운용전문가가 선정되며, 자산운용이 이루어지는 것을 의미
  - 현재 우리나라 랩어카운트는 이 점에서 있어 개별성 서비스가

미흡한 것으로 판단됨

- IPS와 실제 자산운용간의 개별성 mapping이 미흡하여 고객별 포트폴리오 차별성이 드러나지 않고 있고, 운용스타일이 분명치 않으며, 스타일별 모델포트폴리오도 미흡하여, 다수를 대상으로 한 맞춤형(adaptive customization)서비스가 제대로 이루어지지 않고 있음(펀드와의 차별성 미흡)

□ 또한 포트폴리오 운용과정에서 자산배분 변경, 포트폴리오변경과 관련하여 고객과의 상시적인 커뮤니케이션 통로를 확보하는 것이 상시적인 개별성 만족을 위해 중요한 요건

— 우리나라 랩어카운트는 운용과정의 상시적인 커뮤니케이션 통로 면에서도 미흡한 것으로 판단

□ 미국의 랩어카운트 개별성 요건은 SEC 3a-4 rule로 1997년에 도입

— 랩어카운트프로그램이 개별성 요건을 만족하면 투자회사법 (investment company act)의 적용 예외(safe harbour)를 인정받아, 펀드 관련 규제를 적용받지 않게 됨

— 1960년대 후반 메릴린치의 랩어카운트 프로그램 판매로 관련 규제가 쟁점화 되었으며, 1980년대 논의를 거쳐 1997년 SEC가 규정화함

— SEC의 개별성 요건은 다음과 같은 다섯가지 요건으로 구성

- IPS 기반 자산운용
- 자산배분, 포트폴리오 변경 등과 관련한 커뮤니케이션 통로 확보
- 자산운용 제한 권리 부여
- 분기별 보고
- 계좌 내 자산의 명확한 소유권

**<참고1> 미국의 랩어카운트 규제 논란의 성격**

- 미국 랩어카운트 규제 논란의 핵심은 랩어카운트를 증권(securities)으로 볼 수 있는가 문제로 집약됨
  - 랩어카운트가 증권, 특히, 펀드와 동일한 속성을 가졌다면, 랩어카운트 역시 펀드와 동일한 문제, 즉, 펀드 스폰서의 고객에 대한 기회주의(churning, dumping 등)에 노출되므로 관련법률에 따라 투자자보호 규제를 받아야 함
    - 증권으로 분류되면 증권법, 증권거래법, 투자회사법 등 다양한 법의 규제를 받아야 함
  - 랩어카운트의 증권성은 투자계약(investment contract) 기준을 통해 판별
    - Howey test : 공동사업성, 금전투자성, 타인의 노력, 이익 기대
    - 랩어카운트는 개별 계약이기 때문에 공동사업성 중에서 수직적 공동성과 발생하는 이익이 타인의 노력의 결과 인가 아니면 본인의 노력의 결과인가에 따라 증권성 여부가 판별
  - 따라서 랩어카운트가 펀드와 구별되는 규제를 받기 위해서는 증권으로 분류되지 않도록 개별 계약의 서비스구조를 설계하는 것, 즉, 개별성을 만족하도록 설계하는 것이 핵심 관건임
    - 이때 개별성 요건을 만족하기 위해서는 “타인의 노력”만이 아닌 “고객 자신의 노력”이 반영되는 방식으로 랩어카운트가 설계되고 서비스되어야 함
    - Non-discretionary 랩 프로그램은 규제 논란의 대상이 아니며, discretionary 프로그램이 논란의 대상임
  - 무엇이 개별성인가 하는 요건 정의는 감독당국의 몫으로 SEC는 오랜 논란 끝에 1997년에 SEC rule 3a-4 도입

### <참고 2> 미국 랩어카운트 규제 의 역사

- 랩어카운트 규제 논란은 1960년대말 메릴린치가 출시한 랩어카운트에서 시작됨
  - 메릴린치는 성장형과 가치형으로 고객성향을 구별하고 모델포트폴리오에 따라 맞춤형 랩어카운트를 판매
    - 여기에 대해 SEC는 판매되는 랩어카운트의 증권성이 인정되므로 투자결정에 고객이 참여할 수 있도록 하는 조건 아래 허용
    - 이후 SEC는 1970년대 동안 Investment Advisory Committee 구성하여 정책방향 수립
  
- 1980년, SEC는 개별성 요건을 규정하는 rule 3a-4를 제안
  - 개별성 요건을 만족하는 랩어카운트에 대해서는 Investment company Act 상의 등록을 면제하는 조항(safe harbor)을 마련할 것을 제안
    - 결과적으로 규정화 하는데는 실패하고 대신 비조치의견서(No Action Letter) 방식의 감독 기준으로 활용
  
- SEC rule 3a-4 규정 : 1995년 수정안 및 1997 최종안
  - 1980년대 성과를 바탕으로 개별성 요건 기준을 새롭게 마련하여 1997년에 rule 3a-4 규정을 제정
  - 개별성 요건 정의 기본 방향은 개별성을 기술적으로(technical) 정의하지 않고 질적(qualitative)하게 5가지로 정의
    - 개별적 재정자문 및 IPS 에 충실한 자산관리

- 고객과의 일상적 커뮤니케이션 통로 마련
- 계좌 운용 관련 restrictions
- 분기별 성과보고
- 계좌 내 금융자산 소유권 명확화
- 규정 준수 증명하는 정책, 절차 등에 관한 서면자료 구비(1997년 최종안에서 삭제)
- SEC의 관련 서면자료 징구권(최종안에서 삭제)

□ 개별성에 대한 기술적 요건 정의, 특히, 공동운용과 공동주문에 대한 구분은 논의 과정에서 배제

— 고객자산의 pooling 여부는 non-pooling하더라도 반드시 스폰서의 기회주의를 줄인다고 볼 수 없기 때문에 정책적으로 의미가 크지 않음(Bines & Thel, 2004)

- 즉, pooling 여부가 중요한 것이 아니라 IPS 작성이 고객 성향에 기초하고 있는지, 그리고 그렇게 작성된 IPS에 맞게 운용자가 운용을 하고 있는지가 중요하다는 의미임

— 모델포트폴리오에 기반하여 동일 유형고객에게 유사한 포트폴리오를 구성한다고 해서, 고객이 맞춤형 서비스를 받지 않았다고 말할 수 없음(SEC, 17 CFR Parts 270 and 274)

## 2) 랩어카운트 자체에 대한 이해 부족

- 국내의 랩어카운트는 고수익을 추구하는 머니게임 수단으로 인식
  - 운용스타일이 분명하고 투자종목이 펀드에 비해 스타일에 특화된 소수종목이라는 점에서, 시장수익률 대비 초과수익률을 높일 수 있는 가능성을 부정할 수는 없음
  
- 미국의 랩어카운트 성장모멘텀은 수익률 외에 tax loss harvesting, churning 방지 등을 들 수 있음
  - 수익률의 경우 미국의 경험을 보면 수익률 면에서 랩어카운트가 펀드를 outperform한다는 일관된 증거를 찾기 어려움
    - 다만, 세후 수익률은 펀드보다 랩어카운트가 높은 것으로 나타남
  - 투자자에게 랩어카운트의 가장 큰 장점은 tax loss harvesting으로 인식되고 있음
    - 자본이득세가 존재하는 미국의 경우 세금 절감을 위해 자본이득이 많이 생길 때 손실이 난 투자종목의 처분을 통해 자본이득세를 최소화할 수 있음
    - 이 같은 tax loss harvesting 이점을 고려할 때 랩어카운트는 펀드보다 수익률 면에서 유리한 간접투자상품으로 인식
  - 과당매매에 따른 스폰서와 투자자간의 이해상충을 단일고정보수 (single flat fee) 구조를 통해 최소화

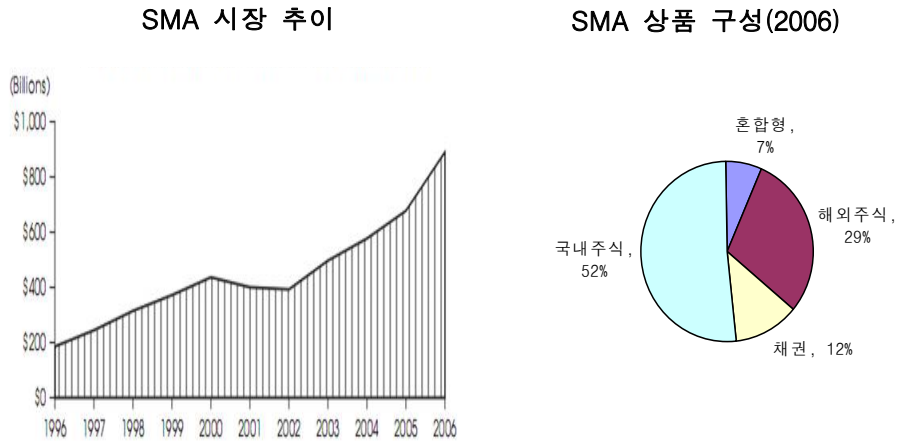


## 2. 미국의 랩어카운트 서비스

### 가. 현황

- 미국의 랩어카운트는 사회보장관련 연금개혁이 진행되던 1960년대부터 등장
  - 본격적인 성장은 1990년대 중반 이후 대형화·겸업화가 진전되며 대형 증권회사가 그룹차원에서 종합자산관리서비스가 본격적으로 가능하게 되면서 부터임
  - 1996년의 2,000억달러에 불과하던 랩어카운트 AUM은 이후 빠르게 성장
  
- 미국의 랩어카운트 시장규모는 약 1.3조달러, 이중 SMA는 약 0.6조달러로 추정(2008년 3분기)
  - 추세적으로 SMA 비중이 줄고, UMA 비중이 늘어나고 있으며, 2006년 기준으로 SMA 비중은 66%, UMA 비중은 16%이며, SMA 중에서 주식형 비중이 81%로 대부분을 차지하며, 국내주식형이 52%, 해외주식형이 29%임

<그림 IV-1> 미국 SMA 현황



자료: Dover Financial Research(2008)

- 랩어카운트의 최소가입금액과 수수료는 서비스유형에 따라 차이가 있으나, 평균적인 수준은 지속적으로 하락하고 있음
  - 최소가입금액은 주식형은 2.5만달러이며, 채권형이나 다양한 투자 상품을 운용하는 multiple형은 10만달러, 펀드랩이나 ETF랩은 0.5만달러에 불과함
  - 수수료는 3%를 기준으로 할 경우, 자문보수가 2%로 가장 높은 비중을 차지

<표 IV-2> 미국 랩어카운트의 최소가입금액 및 보수체계

(단위: 달러, %)

	최소가입금액	보수별 비중	
		자문보수	비중
주식형	2.5만-10만	자문보수	2
채권형	10-25만	브로커리지	0.5
Multiple	10-25만	운용보수	0.25~0.75
펀드랩	0.5만	수탁보수	0.25
ETF랩	0.5만	스폰서보수	0.1

주 : 2010년 2사분기 기준  
 자료: BNY Mellon

### 나. 랩어카운트 구조

□ 미국의 랩어카운트 서비스구조는 고객, 재정자문가(financial adviser), 스폰서(증권회사), 자산운용역 등이 분업체제를 형성

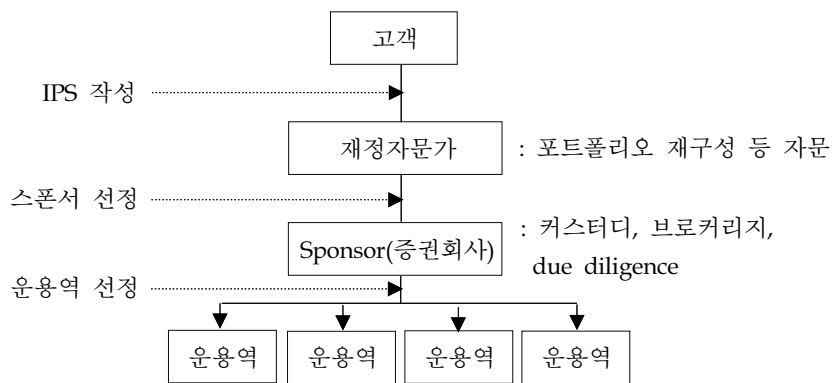
— 재정자문가는 고객의 성향을 파악하여 자산배분을 결정하도록 자문을 하기 때문에 맞춤형 자산관리의 핵심인 IPS를 완성하는 책임이 있으며, IPS에 맞는 랩어카운트 상품을 판매하는 스폰서(증권회사)의 선택을 자문함

- 아울러, 재정자문가들은 스폰서에 전속(captive)된 한국과 달리, 독립적인 재정자문가들이 다수 존재하기 때문에 재정자문가는 최고의 스폰서를 선택할 유인이 존재

— 스폰서는 메릴린치, 살로몬스미스바니 등 대부분 대형 증권회사들인데, 이들의 핵심 역할은 고객의 IPS에 맞는 최고의 운용전문가를 선별하여 고객과 매칭하는 역할임

- 또한 실제 투자과정에서 운용전문가가 고객의 IPS에 따라 운용을 하고 있는지 모니터링하는 듀딜리전스(due diligence)의 책임이 있으며, 커스터디, 브로커리지 등의 업무 지원을 하게 됨
- 전문운용역은 IPS에 따라 투자종목과 투자시점을 선정하여 실제 운용을 하게 되며, 고객과의 직접적인 커뮤니케이션(시장환경 변화에 따른 자산배분 변경, 포트폴리오 재구성 등)은 전문운용역이 직접 하기보다 재정자문가를 통해 이루어짐
- 다만, 미국은 고객과 운용역간의 접촉 통로를 마련하도록 규정하고 있음
- 그렇지만 지금의 비즈니스 관행은 포트폴리오 구성 현황이나 그 변경에 관한 사항에 대해서도 고객은 재정자문가가 우선 상담을 하고, 그래도 고객이 원할 경우 운용역과 직접 상담하는 것이 통상적임

<그림 IV-2> 미국 랩어카운트 서비스 구조



### 3. 국내 랩어카운트 서비스 발전 방향

□ 투자자보호 강화: 개별성 요건 강화

- 자본시장법에 명시된 적합성원칙이 가장 엄격하게 적용되어야 할 서비스가 맞춤형을 속성으로 하는 랩어카운트 상품인 바, IPS 작성단계, 운용단계, 보고단계별로 엄격한 요건을 마련할 필요
  - IPS 작성단계에서는 성향에 대한 정확한 이해를 바탕으로 자산배분을 결정하고, 이에 적합한 머니매니저(money manager)를 선정할 수 있도록 표준적인 IPS 기준을 마련할 필요
  - 운용단계에서는 운용전문가가 IPS에 기반하여 운용하고 있는지 적극적인 내부통제장치를 통해 모니터링 할 수 있도록 스폰서(증권회사)에 대한 감독을 강화
  - 성과평가 보고단계에서는 성과보고의 객관성과 과학성을 높일 수 있도록 랩어카운트를 위한 국제투자성과기준(Global Investment Performance Standard: GIPS)을 도입할 필요

□ 랩어카운트 서비스의 혁신: SMA에서 UMA로 진화

- 국내 랩어카운트는 고객성향은 파악하면서도, 운용에 특정한 스타일이 존재하지 않는 모순이 발생하고 있고, 운용전략도 단순하여 주식 시장의 장세에 크게 좌우되는 취약한 리스크관리 구조를 갖고 있음
- 따라서 운용전략 등을 다변화하여 시장의 변동성을 헤지할 수 있는 다양한 운용전략을 결합할 필요
  - Long-only전략 외에 증권회사 자기매매에서 구사하는 다양한 운용전략(차익거래, 롱숏 등)을 랩어카운트 서비스에도 활용
- 또한 투자대상을 국내주식, 채권으로 한정하지 않고, 해외주식,

헤지펀드, PEF, 퇴직연금 등으로 확대할 필요

- 해외주식은 해외 자문사와의 계약 등의 실현가능성 검토
- 우리나라 퇴직연금은 신탁계약만 허용하고 있으나 미국의 경우 401(k) 계약 금액의 25%가 랩어카운트로 운용된다는 조사 결과가 보고되는 등 장기적으로 퇴직연금과 랩어카운트의 결합 가능성도 검토
- 헤지펀드, PEF는 가장 진화된 형태의 UMA 서비스에 구현될 수 있는 서비스혁신으로, 수수료체계나 투명성 등의 문제를 극복하기 위한 장기적인 방안 모색 필요

□ 개방형 플랫폼 지향

- 투자수단과 운용전략이 다변화됨에 따라 스폰서의 in-house에 스타일별로 최고 운용전문가를 고용하는 것은 비효율적일 수 있음
- 장기적으로는 스폰서로서 증권회사와 운용자로서 다수의 자문사, 운용사가 분업하는 구조가 자산관리산업의 발전을 위해 바람직

□ 자문 비즈니스(advisory business)의 발전

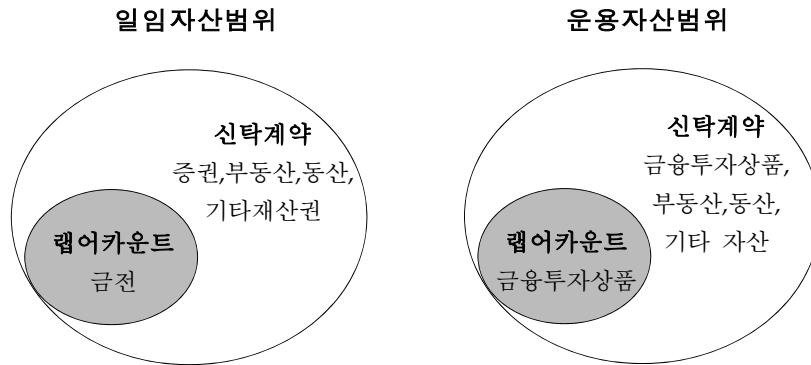
- 랩어카운트의 핵심은 개별성에 따라 최적의 맞춤형 서비스를 제공하는 것이므로, 재정자문가의 역할이 매우 중요한 서비스임
  - 재정자문가 시장의 성장이 랩어카운트 성장의 원동력
- 스폰서간의 채널경쟁력은 재정자문가의 전문성과 고객 만족도에 달려 있는 바, 감독차원에서는 재정전문가들의 자격요건을 강화하고, 스폰서 차원에서는 우수한 재정전문가를 확보하는 것이 중요

## 4. 랩어카운트 한계: 신탁서비스 필요성

### 가. 랩어카운트와 신탁서비스 비교

- 랩어카운트는 맞춤형 자산관리에 적합한 간접투자수단이기는 하나, 일임대상 및 운용대상 자산 등에서 자본시장법상의 제약이 존재
  - 일임자산의 범위는 랩어카운트는 금전으로 한정되어 있어 증권, 부동산 등과 같은 실물자산을 자산관리 목적으로 운용하는데 한계가 있음
  - 운용자산 범위도 금융투자상품으로 한정되어 있어, 부동산 등 실물자산으로 운용할 수가 없음
  - 이로 인해 종합자산관리에서 랩어카운트는 투자자산관리와 관련하여 일정 정도 역할을 수행하는데 그칠 수 있음
- 따라서 개인이 보유한 모든 자산을 일임대상으로 하여 모든 자산을 운용대상으로 할 수 있는 신탁서비스가 활성화되는 것이 종합자산관리를 위해서는 매우 중요한 과제임

<그림 IV-3> 일임자산 및 운용자산의 범위



#### 나. 증권회사 신탁서비스 현황과 과제

- 증권회사 신탁계약 70조원의 90% 이상이 금전신탁
  - 재산신탁이나 종합재산신탁은 미미하여 가계자산의 80%를 차지하는 부동산 등 실물자산의 종합자산관리서비스 애로
- 금전신탁의 대부분이 MMT 등 법인의 유동성관리 목적 특정금전신탁이며, 자산관리목적의 금전신탁은 미미
  - 개인대상의 퇴직연금신탁은 고성장이 예상되나, 아직까지 증권회사의 MS 열세(13%, 2010년 5월)로 신탁을 통한 개인 노후관리서비스 미미



- 랩어카운트를 보완하는 자산관리 신탁서비스 개발 필요
  - 투자위험, 장수위험, 사망위험을 관리하는 종합자산관리를 위해서는 신탁을 통한 자산관리서비스가 필수
  - 신탁계약을 통해 사망위험(생명보험 등)까지 종합관리하기 위해서는 신탁재산으로 보험계약 인수를 허용해야 함(신탁업법 개정 사항)

## 5. 랩어카운트 발전에 따른 산업 생태계 변화 가능성

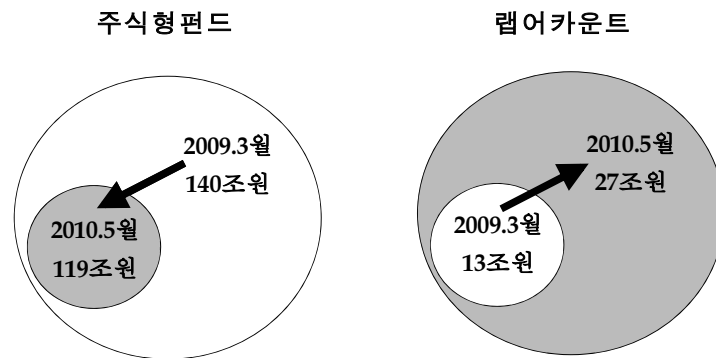
### 가. 소매자산관리와 간접투자시장

□ 랩어카운트 등장으로 간접투자 vehicle간의 경쟁 심화

- 간접투자수단으로 시장을 독점하던 뮤추얼펀드 상품을 보완하는 새로운 랩어카운트 상품이 등장하면서 간접투자시장 내 투자수단 간 경쟁체제가 형성됨
  - 랩어카운트가 크게 성장하는 기간 동안 주식형펀드 시장은 크게 위축됨

□ Vehicle간 경쟁으로 간접투자수단 스폰서간의 경쟁이 심화되고 있고, 다른 한편으로는 새로운 산업내 가치사슬이 생성

<그림 IV-4> 주식형펀드와 랩어카운트의 수탁고 변화



주 : 수탁고 기준

자료: 금융투자협회, 수탁고 기준

나. 미국 사례 : 산업생태계 진화

1) 간접투자시장 구조 변화

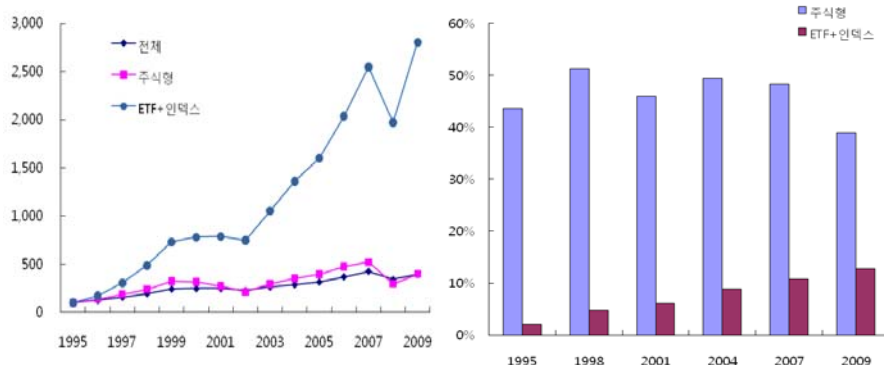
□ 랩어카운트가 성장하면서 간접투자시장내 투자수단간의 경쟁이 심화 되는 현상은 우리나라만의 현상이 아니며, 미국도 1990년대 후반부터 이러한 현상이 나타남

- 펀드시장에서는 주식형 액티브(active) 펀드의 성장세는 느린데 반해, 인덱스펀드나 ETF 등 패시브(passive) 펀드들은 초고속 성장
- 뮤추얼펀드시장이 패시브를 중심으로 빠르게 성장하는 가운데 초과수익률을 추구하는 투자자들은 기존의 주식형 펀드 외에 랩어카운트에 대한 선호가 증가

<그림 IV-5> 미국 펀드시장 구조 변화

미국 펀드 순자산 성장 추이

전체 펀드 순자산 대비 비중



주 : 1) 1995년을 100으로 하는 지수  
 2) 전체 펀드 순자산(ETF, 인덱스펀드 포함) 대비 비중  
 자료: ICI

## 2) 가치사슬의 진화

### □ 재정자문가 시장 확대

- 재정자문가의 맞춤형 자문프로세스 수준이 랩어카운트의 질을 좌우
- 현재 SEC 등록 투자자문회사(Registered Investment Adviser: RIA)는 45,000개, 그 중에서 개인고객 대상 RIA는 15,000개로 추정

### □ 대형 웨어하우스(warehouse) 주도의 스폰서 시장

- 재정전문가와 네트워크를 형성한 대형 증권회사가 스폰서시장 주도(MS 79%)

### □ 머니매니저 시장 성장

- 투자 대상 및 전략 다변화로 머니매니저의 개방형 플랫폼화

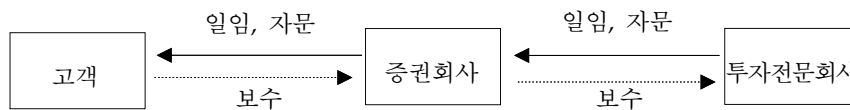
### □ 펀드패밀리의 랩어카운트시장 진출

- Fidelity, Oppenheimer, Invesco 등 대형 펀드패밀리들이 랩어카운트시장 진출
  - 미국은 독립 판매채널, 운용사 자체 채널 등이 존재하여 펀드패밀리가 랩어카운트 스폰서로 진출하여도 경쟁력이 있을 수 있음

다. 국내 시사점

- 산업 생태계의 진화와 관련해서는 두 가지를 지적하고자 함
  - 하나는 자문형 랩 같은 비즈니스모델은 향후 발전해야 할 모델이라는 점이며, 두 번째로 국내 자산운용회사도 랩어카운트시장으로의 진출을 모색할 필요가 있다는 점임
  
- 자문형 랩: 현재 자문형 랩은 투자자보호 면에서 문제점이 노정되고 있으나, 개방형 플랫폼을 적극 활용한다는 점에서 향후 자산관리산업이 지향해야 할 비즈니스모델
  - 장기적으로는 증권회사는 판매채널로서 주된 역할을 하고, 운용은 in-house는 물론 자문사 등으로 플랫폼을 개방하여 운용의 전문성을 높이는 것이 바람직한 비즈니스모델임
  - 증권회사와 자문사간에도 자문계약 뿐만 아니라 일임계약을 통해 제일임을 받은 일임운용사의 권한과 책임을 강화할 필요

<그림 IV-6> 개방형 랩어카운트 서비스 구조



- 자산운용사의 랩어카운트 진출
  - 펀드와 랩어카운트는 어느 정도 경쟁과 긴장관계는 있을 수 있으나, 투자자 입장에서 보완적인 간접투자상품이라는 점, 소매자산

관리가 글로벌 트렌드로 확산되고 있다는 점에서 어느 하나가 다른 하나를 완전히 대체하는 관계는 아님

- 따라서 자산운용회사도 변화된 자본시장의 환경 변화를 적극적으로 수용할 필요가 있으며, 미국 시장의 사례에서처럼 랩어카운트시장에 적극적으로 진출하는 것이 바람직

— 문제는 자산운용회사가 랩어카운트시장에 스폰서, 머니매니저 중 어떤 방식으로 진출할 것인가

- 스폰서시장 진출은 판매채널 부재 등을 감안할 때 바람직하지 않은 것으로 판단
- 펀드서비스를 주도하고 있는 자산운용회사들은 공모펀드 외에 지금도 기관투자자를 대상으로 일임서비스를 제공하고 있으며 스타매니저를 다수 보유하고 있어 머니매니저로서 진출은 자연스럽고 바람직한 것으로 판단됨

— 다만, 스폰서로서 진출은 미국과 한국의 판매채널 구조나 재정자문가시장구조로 볼 때 많은 난관이 예상됨

- 독립 판매채널이 많은 미국과 달리 우리나라는 여러 지점을 보유한 대형 증권회사들이 금융투자상품의 판매채널을 지배
- 재정자문가시장도 절대 규모가 크지 않을 뿐만 아니라, 대부분 증권회사에 전속(captive)된 형태로 존재하여, 독립 재정자문가가 많은 미국과는 차이가 있음
- 결론적으로, 판매채널을 갖지 못한 한국의 자산운용회사의 특성이 국내 자산운용회사들이 Fidelity 등과 같은 랩어카운트시장 진출 전략을 실행하는데 커다란 장애 요소가 될 것으로 보임

## V. 결론

---





## V. 결론

- 지금까지 개인 대상 소매자산관리의 개념으로부터 국내 금융투자회사가 자산관리서비스를 어떤 방향으로 발전시켜야 하는가에 대한 기본적인 발전 방향을 제시한 후, 개별 자산관리 vehicle에 대해 세부적인 발전방안을 검토하였음
  
- 투자관리 중심의 기관투자자 대상 자산관리와 달리, 개인대상 자산관리는 투자관리 외에 유동성관리, 생애관리까지 포함해야 하며, 투자위험 외에 생애 소득과 소비를 결정하는 인적자본에 대한 위험까지 포함해야 함
  - 인적자본의 위험은 너무 오래 살 가능성(장수위험)과 인적자본이 너무 일찍 훼손될 가능성(사망위험)을 의미하며, 이런 위험이 자산관리에 통합될 때 비로소 종합자산관리서비스라고 할 수 있음
  
- 현재 금융투자회사는 CMA, 랩어카운트, 신탁 등 다양한 자산관리 vehicle들을 활용할 수 있으나, 종합자산관리서비스 관점에 볼 때 문제점은 이들 상품들의 서비스 수준이 높지 않고, 또 이들간의 서비스 연계가 약하다는 것임
  - CMA는 결제기능이 완성된 후에도, 수익률 더 주기 경쟁에만 머물러 있어 자산관리수단으로서 장점들이 활용되지 못하고 있으며

- 랩어카운트는 폭발적인 성장성에도 불구하고, 투자대상과 운용전략이 단순하고, 위험관리기법이 시스템화 되어 있지 못함
  - 신탁서비스는 종합자산관리에 가장 적합한 수단임에도 불구하고, 개인대상 자산관리수단으로 활용되지 못하고 있음
- 따라서 본 보고서는 다음과 같은 발전전략과 이에 필요한 제도개선 사항을 제시함
- CMA는 결제기능과 자문기능을 활성화하여 종합자산관리에 필요한 유동성관리와 장기 자산관리 간의 연계를 강화해야 함
- CMA가 과거와 같은 수익률 메리트에 기반하여 성장하는 모멘텀은 저금리와 은행권의 CMA 경쟁상품 개발 등으로 더 이상 유효하지 않음
  - CMA는 자본시장의 결제플랫폼으로, 안전자산의 결제플랫폼 = 결제성예금, 위험자산 결제플랫폼 = CMA라는 등식이 자산관리 서비스와 접목되어야 함
  - 아울러, 자문기능을 도입하여 CMA가 장기 자산관리를 위한 게이트웨이(gateway) 역할을 할 수 있도록 해야 함
- 랩어카운트는 서비스의 복잡화, 개방형 플랫폼 흐름을 적극적으로 수용하여야 하며, 규제당국은 자산관리 산업에 대한 이해를 바탕으로 규제플랫폼의 합리성을 추구해야 함
- 현재 머니게임 양상의 랩어카운트 시장의 위험관리를 위해서도 복잡화 등을 통한 서비스 혁신이 필요할 것으로 보이며, 개방형

플랫폼을 통해 증권사 = 판매채널, 자문 및 운용회사 = 자산운용이라는 산업내 분업구조를 실현함으로써 투자관리서비스가 한단계 발전할 수 있어야 함

— 감독당국은 소매자산관리의 핵심이 맞춤형, 개별성이므로, 펀드와의 구분을 통한 투자자보호를 위해 맞춤형에 대한 사전적, 계속적, 사후적 요건에 대해 명확히 할 필요

- 사전적으로는 재정자문가와의 IPS 작성의 적절성이 유지될 수 있도록 그 동안 노정된 문제점을 바탕으로 표준적인 IPS 작성 규범 등을 조속히 강화할 필요
- 계속적 요건으로는 IPS에 기반하여 자산이 실제로 운용되고 있는지, 그리고 시장환경에 탄력적으로 대응하여 고객과 증권회사가 자산배분과 포트폴리오를 조정할 수 있는 커뮤니케이션 통로가 실제 작동하고 있는지 모니터링 할 필요가 있으며, 이 과정에서 증권회사의 자산운용역에 대한 듀얼리전스가 중요함
- 사후적으로는 운용성과 등이 개관적인 지표에 근거하여 고객에게 보고될 수 있도록 해야 함

□ 아울러, 랩어카운트는 일임대상이나 투자운용대상에 제한이 존재하는 만큼, 향후 종합자산관리를 위해서는 신탁대상이나 운용대상에 제한이 없는 개인신탁서비스의 발전이 필수적임

— 다만, 현행 자본시장법 상의 신탁업 규정에는 신탁자산 운용대상에 보험계약이 포함되어 있지 않아 증권회사가 종합자산관리 과정에서 필요한 사망위험에 대한 관리를 할 수 없는 실정임

- 생명보험신탁 등이 신탁서비스를 통해 가능할 수 있도록 관련법을 개정할 필요

- 마지막으로, 이 같은 종합자산관리서비스의 비전이 금융투자회사에 의해 실현되기 위해서는, 금융투자회사들이 투자은행업에 대응하여 자산관리형 소매증권업의 위상을 인정하고, 그에 걸맞는 자본과 자원을 배분하려는 경영적 의지가 중요함
  - 선진 증권회사들, 심지어 투자은행 중심의 골드만삭스조차도 투자은행업과 자산관리업간의 균형성장 전략이 수익구조를 통해 확인되고 있음

## 참고문헌

---



## 참 고 문 헌

### <국내문헌>

- 권재열, 2007, 일본 신탁업법의 동향, 한국증권법학회, 정기세미나 발표 자료.
- 송홍선, 2010, CMA 이슈와 전망, 자본시장연구원, 자본시장전망세미나 발표자료.
- 안성포, 2007, 『신탁제도 발전을 위한 입법적 과제』, 한국증권법학회, 정기세미나 발표자료.
- 안철영, 2010, 『랩어카운트의 이해와 활용』, 전국투자자교육협의회.
- 임재연, 2008, 미국 연방증권법상 증권의 정의에 관한 연구, 『증권법연구』 제 9권 제 1호, 한국증권법학회.
- 진익, 2009, 『자산관리서비스 활성화 방안』, 보험연구원 경영연구보고서 09-02.

### <해외문헌>

- Bines, H., Thel, S., 2004, *Investment management law and regulation*, 2nd ed., Aspen publishers.
- Brandon, E., Welch, H., 2008, *The history of financial planning*, Wiley.
- Chambers, L., Ziesenhein, K., Travisani, P., *Seperate account management an investment management strategy designed for net worth individuals*, Wiley.
- Davison, E., Freeman, K., 2002, *Investment in seperate accounts*,

McGraw-hill.

Dover Financial Research, 2008, *Unified Managed Accounts and Model portfolios*.

Ibbotson, R., Milevsky, M., Chen, P., Zhu, K., 2007, *Lifetime financial advice: human capital, asset allocation, and insurance*, The research foundation of CFA institute.

SEC, 1997, *Status of investment advisory programs under the investment company act of 1940*.

Wilkinson, D., 2006, *Stop waiting your wealth in mutual funds*, Kaplan publishing.

<웹사이트>

금융감독원	<a href="http://www.fss.or.kr/">http://www.fss.or.kr/</a>
금융투자협회	<a href="http://www.ksda.or.kr/">http://www.ksda.or.kr/</a>
대신증권	<a href="http://www.daishin.co.kr/">http://www.daishin.co.kr/</a>
대우증권	<a href="http://www.bestez.com/">http://www.bestez.com/</a>
미래에셋증권	<a href="http://www.miraeassetaccount.com/">http://www.miraeassetaccount.com/</a>
우리투자증권	<a href="http://www.wooriwm.com/">http://www.wooriwm.com/</a>
통계청	<a href="http://kostat.go.kr/">http://kostat.go.kr/</a>
한국은행	<a href="http://www.bok.or.kr/">http://www.bok.or.kr/</a>
현대증권	<a href="http://www.wooriwm.com/">http://www.wooriwm.com/</a>
BNY Mellon	<a href="http://www.bnymellon.com/">http://www.bnymellon.com/</a>
ICI	<a href="http://www.ici.org/">http://www.ici.org/</a>
IFSL	<a href="http://www.ifsl.org.uk/">http://www.ifsl.org.uk/</a>
OECD	<a href="http://www.oecd.org/">http://www.oecd.org/</a>
SEC	<a href="http://sec.gov/">http://sec.gov/</a>